



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

Corso di laurea magistrale in Banca, Finanza e Mercati Finanziari

TESI DI LAUREA MAGISTRALE

LA VALUTAZIONE DEL DANNO EMERGENTE E LUCRO CESSANTE

Considerazioni teoriche ed evidenze empiriche

RELATORE

Prof.ssa Giovanna Mariani

CANDIDATO

Gabriele Mini

ANNO ACCADEMICO

2014-2015

INDICE

| | |
|---|----|
| INTRODUZIONE..... | 6 |
| CAPITOLO I | |
| I.1 Danno e Rischio : elementi caratteristici e sensibilizzazione..... | 9 |
| I.2 Il danno : aspetti ed evoluzioni normative..... | 14 |
| I.3 Il danno patrimoniale e l'azienda : Danno emergente e Lucro cessante..... | 24 |
| I.3.1 La teoria della conditio sine qua non..... | 25 |
| I.3.2 La teoria della casualità adeguata..... | 25 |
| I.3.3 Il danno emergente..... | 26 |
| I.3.4 Il lucro cessante..... | 26 |
| CAPITOLO II | |
| II.1 L'ambito della valutazione d'azienda..... | 28 |
| II.1.1 Operazioni di finanza straordinaria..... | 30 |
| II.1.2 Bilancio d'esercizio..... | 31 |
| II.1.3 Performance aziendali..... | 32 |
| II.1.4 Analisi di borsa..... | 32 |
| II.1.5 L'ambito della valutazione del danno..... | 33 |
| II.2 Valutazione d'azienda : logiche e metodologie valutative..... | 34 |
| II.2.1 Logiche valutative..... | 37 |
| II.2.2. Metodologie valutative..... | 38 |
| II.2.2.1 Metodologie a grandezza flusso..... | 38 |
| II.2.2.1.1 Costo del capitale di proprietà..... | 40 |
| II.2.2.1.2 Costo medio ponderato decapitale..... | 42 |
| II.2.2.1.3 Costo del debito..... | 42 |
| II.2.2.1.4 Tassi di sconto..... | 43 |
| II.2.2.1.5 Metodo reddituale semplice..... | 44 |
| II.2.2.1.6 Metodo reddituale complesso..... | 45 |
| II.2.2.1.7 Metodo finanziario sintetico..... | 46 |
| II.2.2.1.8 Metodo finanziario analitico..... | 46 |

| | |
|--|----|
| II.2.2.2. Metodologie patrimoniali..... | 46 |
| II.2.2.2.1 Metodo patrimoniale semplice..... | 46 |
| II.2.2.2.2 Metodo patrimoniale complesso..... | 48 |
| II.2.2.3 Metodologie miste..... | 48 |
| II.2.2.4 Metodo dei multipli di borsa..... | 49 |
| II.2.2.4.1 Multipli asset side..... | 50 |
| II.2.2.4.2 Multipli equity side..... | 50 |
| II.3 La valutazione del danno : uno sguardo alla dottrina..... | 51 |
| II.3.1 Quantificazione del danno con il market approach..... | 53 |
| II.3.2 Quantificazione del danno con l’income approach..... | 55 |
| II.3.3 Danno emergente e lucro cessante in una logica income..... | 56 |
| II.4 Stima del danno e valutazione d’azienda nella prassi operativa..... | 59 |
| II.4.1 Caso Italsgabeton..... | 59 |
| II.4.1.1 Perdita dei fatturati e dei margini..... | 63 |
| II.4.1.2 Perdita di avviamento nelle relazioni con i clienti..... | 64 |
| II.4.1.3 Danno all’immagine..... | 65 |
| II.4.2 Caso FEDERBANCARI..... | 66 |
| II.4.2.1 I danni patrimoniali..... | 68 |
| II.4.2.2 Ripercussioni future del danno..... | 69 |

CAPITOLO III

| | |
|--|----|
| III.1 “Fashion Inc. Srl”..... | 72 |
| III.1.1 Il settore di riferimento..... | 72 |
| III.1.1.1 Honk Hong..... | 77 |
| III 1.1.2 India..... | 77 |
| III 1.1.3 Cina..... | 78 |
| III.1.1.4 Giappone..... | 78 |
| III.1.1.5 Corea Del Sud..... | 78 |
| III.1.1.6 Vietnam..... | 79 |
| III.1.1.7 Malesia..... | 79 |
| III.1.1.8 Stati Uniti..... | 79 |
| III.1.1.9 Medio Oriente..... | 80 |
| III.1.1.10 Regno Unito..... | 80 |
| III.1.1.11 Germania..... | 80 |

| | |
|---|-----|
| III.1.1.12 Francia..... | 80 |
| III.1.1.13 Svizzera..... | 81 |
| III.1.1.14 Spagna..... | 81 |
| III.1.2 La storia..... | 81 |
| III.1.3 Product portfolio..... | 83 |
| III.1.3.1. “Rebel by Fashion Inc.”..... | 83 |
| III.1.3.2 “Lust”..... | 84 |
| III.1.3.3 “Dream”..... | 84 |
| III.1.4 Distribuzione delle vendite..... | 84 |
| III.1.5 Struttura..... | 85 |
| III.1.6 Matrice swot..... | 86 |
| III.1.7 Fiere ed eventi..... | 86 |
| III.1.7.1 “Paris sur mode”..... | 86 |
| III.1.7.2 “Who’s next”..... | 87 |
| III.1.7.3 “Premium”..... | 87 |
| III.1.7.4 “White Milano”..... | 88 |
| III.1.7.5 Gli showrooms..... | 88 |
| III.1.8 Le strategie..... | 89 |
| III.1.9 Fondamentali e bilanci: un’analisi..... | 90 |
| III.1.10 L’evento dannoso..... | 94 |
| III.2 La perizia aziendale..... | 95 |
| III.2.1 Prime considerazioni: individuazione degli effetti dell’evento..... | 95 |
| III.2.2 Le nuove assunzioni mancate..... | 96 |
| III.2.2.1 Magazziniere..... | 97 |
| III.2.2.2 Responsabile di produzione..... | 97 |
| III.2.2.3 Responsabile area commerciale..... | 97 |
| III.2.3 Il danno emergente in Fashion Inc..... | 98 |
| III.2.4 Il lucro cessante in Fashion Inc..... | 101 |
| III.2.4.1 Discounted cash flows valuation..... | 102 |
| III.2.4.1.1 Stima tassi di attualizzazione..... | 103 |
| III.2.4.1.2 Terminal value e aggiustamenti..... | 106 |
| III.2.4.1.3 La valutazione..... | 108 |
| III.2.4.2 I multipli di borsa..... | 110 |
| III.2.4.2.1 La valutazione..... | 111 |

| | |
|--|-----|
| III.2.5 Il giudizio di stima finale..... | 113 |
| III.2.6 Considerazioni conclusive..... | 115 |
| CONCLUSIONI..... | 117 |
| ALLEGATI..... | 121 |
| RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI..... | 123 |

INTRODUZIONE

« *Di tutto conosciamo il prezzo, di niente il valore* »

Nietzsche.

Quando si parla di danno e della sua valutazione si toccano tematiche molto interessanti dal punto di vista operativo. Il settore della valutazione d'azienda, o della *business valuation* per gli anglosassoni, è una materia che sta assumendo un'importanza critica alla luce degli ultimi grandi avvenimenti macroeconomici e finanziari. La crisi, nata nei mercati immobiliari statunitensi nell'ormai lontano 2007, si è guadagnata dalla stampa mondiale l'appellativo di "Grande Recessione", considerando non soltanto la durata e la sua intensità ma soprattutto i cambiamenti ormai di lungo termine che essa ha provocato circa l'interpretazione del ruolo dei paesi sovrani e della finanza mondiale oltre che sulle abitudini e attitudini dei cittadini, non solo di quelli dei capitalismi più evoluti ma dell'intero globo terrestre. (Wessel, David "Did "Great Recession" Live Up To The Name?", Wall Street Journal, 2010). Il mondo economico-finanziario da sempre prende spunto da accadimenti negativi, più o meno evitabili a priori, per correggere o modificare abitudini, dinamiche e protocolli di comportamento che periodicamente si rivelano, sempre a posteriori, obsoleti o inadatti in quei particolari contesti di riferimento. Galbraith nel suo capolavoro, ha il merito di essere uno dei primi a descrivere e, di conseguenza a predire, alcuni dei principali pericoli insiti nei sistemi capitalistici mondiali: la volontaria capacità degli attori principali, siano essi analisti, governanti, investitori, banchieri o accademici, di ignorare la realtà *quando le cose non vanno*. Alcune delle più gravose crisi, prima finanziarie e poi economiche, che l'umanità ha dovuto fronteggiare, passando dalla crisi del '29 fino a quella attuale, sono scoppiate quasi senza preavviso, minando certezze e facendo letteralmente crollare sistemi di governo e di business la cui stabilità era fino a quel momento indiscussa. Nelle parti finali del suo *Il Grande Crollo*, il noto economista e professore universitario, infatti, afferma « [...] Ma oggi, come sempre nella storia, capacità finanziaria e perspicacia politica sono inversamente proporzionali. La salvezza a lunga scadenza non è mai stata molto apprezzata dagli uomini d'affari se essa comporta adesso una

perturbazione nel normale andamento della vita e del proprio utile. Così si auspicherà l'inazione al presente anche se essa significa gravi guai per il futuro. Questa è la minaccia per il capitalismo[...].» (Galbraith, John Kenneth *“Il Grande Crollo: che cosa ci ha insegnato sul capitalismo la Grande depressione”*, BUR Rizzoli, 2013).

Appare interessante come la riflessione fatta da Galbraith, emersa dallo studio di una tra le più importanti crisi del passato, si applichi perfettamente, e in modo forse inquietante, alla realtà attuale. È d'altro canto molto difficile credere che alcuni dei più importanti istituti di credito e finanziari, *Lehman Brothers* su tutti, non abbiano avuto la capacità di interpretare la situazione e di saper leggere cosa potesse nascondersi dietro al boom speculativo di quegli anni. Faticoso inoltre pensare che le banche non conoscessero i rischi connessi ad un utilizzo smodato degli strumenti derivati, la cui leva finanziaria è stata uno dei veicoli su cui la crisi ha viaggiato a velocità esponenziale per poi dilagare in tutti i mercati finanziari. Risulta più realistico ipotizzare che i grandi agenti del mercato si rendessero perfettamente conto dell'evoluzione del contesto ma che preferissero procrastinare nel tempo il momento nel quale correre ai ripari, probabilmente per la paura di interrompere bruscamente la serie di extraprofitti registrata nel periodo pre-crisi. La dottrina e non solo ha ormai a lungo discusso sulla crisi e ne ha accuratamente analizzato le cause e buona parte della popolazione mondiale, compresi i non addetti ai lavori, si è sicuramente fatta un'idea abbastanza precisa sul perché sia sopraggiunta. Si ritiene però che, rispetto al perché siamo giunti in una crisi, se a causa della sconsiderata politica dei mutui subprime, oppure a causa dell'incessante aumento del costo delle principali materie prime, del malato utilizzo dei derivati, o a causa della troppa spregiudicatezza degli attori principali, sia più interessante interrogarsi su quello che la crisi ci ha lasciato e in particolare su come sia cambiato il modo di fare finanza ed economia reale dopo di essa. Se per quel che riguarda la finanza, le principali “pillole curative” sono state fornite dal sistema normativo europeo prima e nazionale poi¹, in questa sede interessa l'altra faccia della medaglia, l'economia reale e in particolar modo l'impresa. Per capire come l'impresa sia mutata, è indispensabile rendersi conto di come sia mutato il quadro di riferimento nel quale l'azienda si trova ad operare. In un contesto nel quale, a livello micro le imprese hanno il compito di perseguire una generazione di valore che investa tutti gli *stakeholders* e, a livello macro, si registra una maggior difficoltà a perseguire e

¹ Si guardi MiFid, Basilea 3 ecc.

mantenere buone posizioni sui mercati, anche a causa dell'aumento di elementi esterni di disturbo che hanno portato ad una crescita dei contenziosi legali, si apprezza facilmente il ruolo odierno assunto dalla valutazione e determinazione del danno. Il presente lavoro ha lo scopo di fornire un quadro di analisi del tema sotto tre differenti profili: il primo legale, sul quale è interamente dedicato il primo capitolo attraverso un'interessante disamina circa l'*excursus* storico-giurisprudenziale sull'interpretazione del concetto di danno; un secondo profilo riguardante la descrizione dei principali strumenti, offerti dalla dottrina di riferimento, adatti alla sua misurazione; infine uno sguardo, discretamente approfondito, sulla prassi operativa di riferimento che parte dall'analisi di alcuni lavori di perizia eseguiti in passato per poi concludersi con la presentazione del lavoro sperimentale di perizia e valutazione eseguita, per conto di un'impresa del settore della moda, a supporto di un'azione legale di risarcimento danni tutt'ora in corso contro Banca d'Italia. Il lavoro prosegue fornendo delle conclusioni che lasciano spazio a nuove e future interpretazioni sul tema, che ad oggi risulta poco analizzato e dunque in continua evoluzione. Infine si offrono le indicazioni bibliografiche di riferimento.

CAPITOLO I

I.1 Danno e Rischio : elementi caratteristici e sensibilizzazione ai concetti

Che cosa è un danno? La parola “danno” deriva dal latino *damnum* che letteralmente significava *perdita*. Un danno è infatti « *tutto ciò che rappresenta una perdita, una riduzione, una lesione dell'integrità o della utilizzabilità, del valore di qualcosa* » (Garzanti Linguistica). Anche solo da un punto di vista linguistico si capisce come questo concetto si leghi perfettamente al mondo dell'economia. Analizzando la definizione, ci si può, infatti, chiedere quali siano elementi che accomunano il concetto di danno e i suoi sinonimi e quello che probabilmente verrebbe da osservare è che il danno è qualcosa che ha a che fare con un evento misurabile oltre che negativo. Il danno produce, infatti, un accadimento negativo che può essere misurato. Si parla di concetti di vivissima attualità, come dimostrato dall'attenzione posta sulle tematiche di risk management, materia che sta assumendo un importante ruolo nel sistema industriale e finanziario post-crisi. La gestione e prevenzione del rischio sono delle attività che oramai vengono interamente interiorizzate nei sistemi di controllo e gestione di ogni struttura societaria che sia degna di questo nome, imposte a livello normativo addirittura in certi casi. Il concetto di danno, infatti, si correla in modo indissolubile a quello di rischio, rappresentandone il passo successivo. Il rischio, interpretabile come l'insieme di possibilità e combinazione di probabilità di accadimento di un danno e della sua gravità, è la situazione antecedente al verificarsi di un dato evento negativo e dannoso. Il risk management è una funzione che ha proprio la finalità ultima di prevenire una situazione dannosa, attraverso l'utilizzo di una serie di strumenti di individuazione e di misurazione del rischio stesso. Se, infatti, il danno è misurabile, lo è anche il rischio che possa accadere. Come accennato nell'introduzione, la crisi ha cambiato il modo di fare economia e ha fisiologicamente sensibilizzato gli agenti economici sul concetto di rischio e sull'importanza della sua gestione a fini preventivi. Gli istituti finanziari in particolare hanno dovuto fare i conti con un impianto normativo, noto come Basilea III, che, in risposta ai noti accadimenti della crisi del 2008, per la prima volta dava una significativa importanza alle tematiche di diagnosi e autovalutazione attraverso il monitoraggio e la classificazione dei rischi. (Basilea Framework, Pillar II).

Le banche dunque hanno intrapreso una strada, coadiuvata quindi dalla normativa vigente, volta a implementare in maniera efficiente una funzione di gestione del rischio all'interno del proprio organigramma aziendale. Il secondo pilastro di Basilea, infatti, è completamente incentrato sul processo di autovalutazione coinvolgendo dunque anche la fase di risk management. L'architettura generale della normativa di Basilea si poggia interamente sul concetto di rischio, partendo dai principali rischi patrimoniali, finanziari e di liquidità fino ai concetti di rischio di mercato, di reputazione piuttosto che di *compliance*. Basilea II, l'impianto normativo precedente², era più votato ad un'autonoma valutazione della propria adeguatezza patrimoniale probabilmente con la finalità di fornire quadri di legge più vicini alle logiche aziendali e gestionali della banca. Gli eventi macroeconomici intervenuti nel periodo di riforma legislativa hanno condotto i vari legislatori ad adottare però un atteggiamento volto a limitare, per quanto possibile, l'autovalutazione in termini di gestione del rischio. Basilea III lascia, infatti, poco margine al *self-assessment*, il processo ICAAP perde la centralità che fino a quel momento ha sempre avuto con una tendenza al passaggio da una logica qualitativa a una più quantitativa. (Ferretti P., *Basilea 3. Gli impatti sulle banche*, 2011). La gestione e la misurazione del rischio quale strumento per evitare il verificarsi di un dato evento negativo e *dannoso* assumono un ruolo fondante nel concetto e nelle logiche che sono state alla base della formulazione del nuovo framework di Basilea. Uno dei punti centrali, infatti, del pillar II di Basilea, che vale la pena analizzare, è quello che si poggia sulla possibilità, data agli istituti finanziari, di individuare rischi aggiuntivi, non direttamente disciplinati dalla normativa, nel caso in cui l'esposizione bancaria non sia soddisfatta dalla traccia data dagli organi di vigilanza di riferimento. Tale possibilità di autovalutazione si basa su un concetto molto semplice: esistono rischi specifici per ogni impresa bancaria che sono propri della sua struttura e del suo modello di business e che possono essere misurati in chiave preventiva. In questa fase finale del processo di presidio e gestione dei rischi, la banca individua secondo propri criteri quali possano essere rischi rilevanti e non, per il proprio contesto di riferimento, che vengono individuati secondo criteri ideati dalla banca stessa. Il processo d'identificazione di un dato rischio per la gestione bancaria parte dall'analisi della sua rilevanza sotto svariati aspetti, come:

² Si fa riferimento al framework Basilea I, introdotto nel 2008.

- Rilevanza sul modello di business: si va a osservare la predisposizione al rischio in virtù dell'operatività e delle scelte strategiche. Si parla in questi casi di “rilevanza lorda”, in considerazione del fatto che potrebbero essere state poste in atto eventuali tecniche di mitigazione in base alla tipologia di rischio preso a oggetto.
- Rilevanza sull'esposizione: in questa fase si considera la possibilità di danno o perdita effettiva, al netto dell'eventuale struttura di contenimento già messa in atto per il rischio specifico.

Quello che d'interessante ci offre la norma, è il processo di mappatura dei rischi cui sono chiamati i soggetti vigilati, ovvero una valutazione dell'esposizione ad un dato rischio per poi valutare l'adeguatezza del presidio già esistente. La funzione dell'ICAAP sta proprio nel “vincolare” le banche a uno svisceramento dei propri processi in modo da renderle consapevoli di tutte le fasi e attività che riguardano la propria operatività. Lo sforzo di Basilea III sta proprio nell'imporre un'analisi e un modo di procedere volto alla facilitazione della gestione della banca che prima non si aveva in moltissimi agenti del settore. La mappatura dei rischi, infatti, è un'importante arma di potenziamento anche da un punto di vista di pianificazione strategica, come dimostrato dalle tante piccole-medie banche che hanno fatto grandi passi in avanti da questo punto di vista. Dopo l'iniziale fase di quantificazione della rilevanza dell'esposizione verso un dato rischio attraverso parametri qualitativi e quantitativi³, si passa all'assegnazione di un punteggio per ogni rischio individuato dal soggetto valutatore. Sebbene in tale processo il ruolo principale spetti alla funzione del risk management, l'assessment è ulteriormente rafforzato dagli output delle valutazioni fatte dall'internal audit, che dovranno convergere con l'autovalutazione propria del risk management, in modo da dare maggiore forza al presidio del rischio posto in essere. In conformità a tutte le informazioni raccolte in questa fase, si costruisce la mappatura dei rischi, che diventa dunque anche uno strumento di governo. Di seguito viene fornito un esempio di mappatura del rischio che viene svolto nel processo di autodiagnosi, da parte di un istituto bancario:

³ Da un punto di vista quantitativo i principali criteri sono individuati dalla *misura di assorbimento patrimoniale, dalla sua probabilità di avvenimento, dal potenziale impatto sugli utili*. A livello qualitativo si va ad interpretare i rischi che possono generarsi da particolari formule imprenditoriali adottate e modelli di business intrapresi.

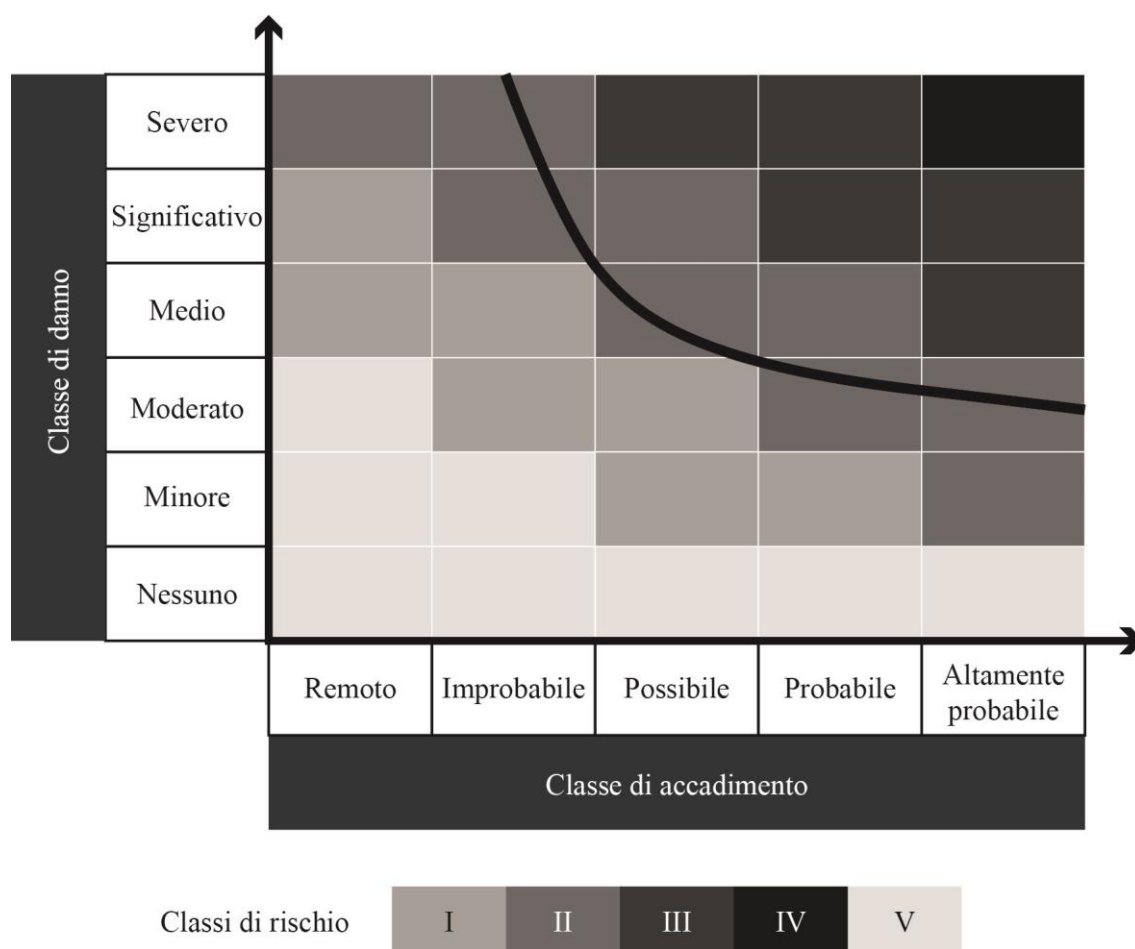


Figura 1: schema mappatura rischi (fonte : www.evidence.it)

Come si può osservare dalla figura 1, la mappatura consiste in una matrice concettuale all'interno della quale vengono incrociate quelle che possono essere le ripercussioni di uno specifico danno con le probabilità che si possa verificare, dunque il suo rischio di accadimento. La logica più utilizzata in questi ambiti è quella *a semaforo* dove, in base alle valutazioni emerse circa determinati fattori, si correla a ogni rischio un livello di *allerta* che varia in base a parametri quali il livello di presidio già esistente, l'impatto del danno verificabile, la probabilità ed altro. È a questo punto evidente in che misura questa strada operativa permetta alle banche di avere una profonda conoscenza degli ambiti più delicati della propria gestione e vita aziendale con un impegno alla prevenzione di un dato elemento dannoso. La sempre più forte evoluzione dei mercati e dei settori porta con sé sicuramente una maggiore turbolenza nei risultati raggiungibili dalle imprese. I vantaggi competitivi sono sempre più ardui da raggiungere, ma soprattutto faticosi da mantenere. In un contesto del genere si registra una maggiore sensibilizzazione al rischio e alla sua gestione non solo nell'ambito bancario. Appare interessante riportare alcuni risultati di uno studio realizzato da "RiskGovernance" in

collaborazione con ANRA e Confapi circa l'implementazione del risk management come leva del vantaggio competitivo nelle imprese italiane. Ciò che è emerso è che:

- Le aziende che vedono il rischio come fonte di vantaggio competitivo e che intraprendono azioni di risk management sono passate dal 41,9% del 2013 all'81% del campione l'anno successivo.
- Le medie imprese sono quelle ad aver fatto il maggiore balzo in avanti nell'adozione di tecniche di gestione dei rischi, passando dal 50% della rilevazione precedente all'85% dell'analisi attuale, superando di misura le grandi imprese(82%).

Di seguito si riporta il risultato dello studio circa l'evoluzione della percezione del rischio all'interno del tessuto industriale italiano:

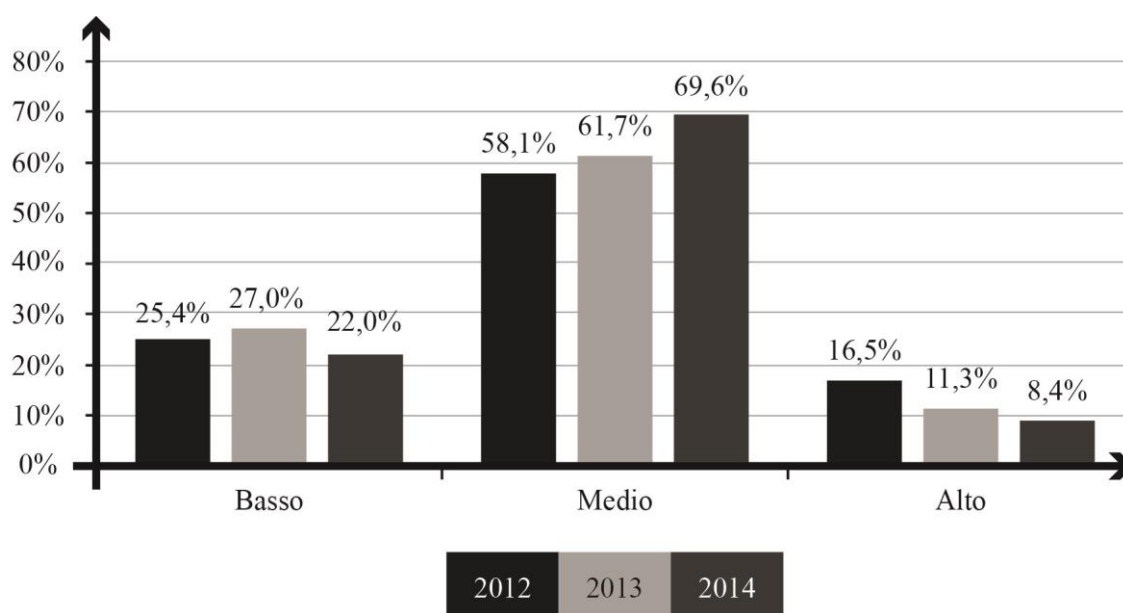


Figura 2: Grado di percezione del rischio nelle imprese italiane (fonte : Osservatorio sul Risk Management e www.mark-up.it)

I dati proposti dalla figura 2 mostrano, se si osserva soprattutto il dato relativo al rischio di livello medio, una sensibile crescita della percezione dell'evento rischioso nel triennio 2012-2014. La crescente attenzione al presidio dei rischi descritta porta sicuramente ad una interessante conseguenza, negli orientamenti gestionali e strategici di questi ultimi anni. La necessità delle imprese di essere consce della natura, tipologia e misura dei rischi si lega, in ottica decisionale, di pianificazione, di controllo, ad un'esigenza di valutazione dell'evento dannoso. Si è parlato di come il rischio sia

misurabile nella misura in cui anche il danno conseguente è misurabile. La tendenza che, infatti, si registra negli ultimi anni, è quella di affiancare allo sviluppo del risk management una certa technicalità nell'ambito della valutazione del danno, la cui applicazione offre spunti tutt'altro che banali, specialmente da un punto di vista operativo.

I.2 Il danno: aspetti ed evoluzioni normative

Il concetto di danno manifesta la sua criticità anche nel sistema giuridico; basta, infatti, analizzare l'evoluzione giurisprudenziale e dottrinale sull'argomento per rendersi consapevoli del suo carattere altamente mutevole, spesso di pari passo con la trasformazione dell'sistema circostante. Non pochi sono stati, infatti, gli aggiornamenti continui effettuati dalla giurisprudenza nella disciplina dei fatti illeciti e dei danni da essi provocati. I fatti illeciti nel codice civile del 1865 venivano chiamati "delitti" e "quasi-delitti". Da questa formula traspare sicuramente la reminiscenza romanistica dei *delicta privata* e delle obbligazioni *quasi ex delicto*, addossate cioè all'offensore come se avesse commesso un *delictum*, oltre che emergere l'intento di conservare, almeno formalmente, un diretto raccordo con il profilo penale della romana *Lex Aquilia*. (Si veda, tra gli altri SCHIPANI, *Responsabilità "ex lege Aquilia". Criteri di imputazione e problema della culpa*, Torino 1969, 87 s.) Il principio ispiratore della disciplina del 1865 era il divieto di offendere. La più autorevole dottrina, infatti, credeva che la legge civile avesse il compito di restaurare la giustizia dopo un illecito, attraverso l'obbligo di risarcire il danno proveniente dall'offesa. (Si veda tra l'altro la posizione di Giorgi, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, Firenze 1892.) Al medesimo principio è andato ispirandosi il codice civile vigente. Le norme dedicate ai fatti illeciti conservano però, nell'intenzione del legislatore del 1942, una funzione essenzialmente *sanzionatoria*. La Relazione al codice osserva come «*la base della responsabilità è ancora la colpa dell'agente*⁴». I primi interpreti, richiamando la massima "nessuna responsabilità senza colpa" concepivano la colpa come "uno stato d'animo riprovevole" che richiamava la reazione giuridica del risarcimento del danno, idonea a restaurare il rispetto dei diritti altrui, intesi restrittivamente come diritti soggettivi assoluti. Tutto questo fermo restando che l'unico tipo di danno generalmente risarcibile sarebbe quello avente per oggetto "l'utilità che a un determinato soggetto può esser

⁴ Relazione al progetto preliminare, n. 24

fornita da un bene patrimoniale”. (Su tutti si veda, DE CUPIS, *Il danno*, cit., I,60 e 140.). Appaiono chiari dunque i tratti salienti della concezione tradizionale dei fatti illeciti:

- Funzione sanzionatoria della responsabilità;
- Monopolio della colpa come fonte di tale responsabilità;
- Limitazione tassativa dell’ambito di tutela accordata al danneggiato;
- Natura essenzialmente patrimoniale degli interessi tutelati mediante il risarcimento del danno;

Tale visione tradizionale è stata però contrassegnata da un progressivo spostarsi dell’attenzione dalla posizione del danneggiante a quella del danneggiato. Diventa, infatti, primaria l’esigenza di sollevare quest’ultimo dal peso del danno ingiustamente patito, per trasferirlo su chi per legge ne deve assumere la responsabilità o, quando la legge lo imponga, per ripartirlo nell’ambito di una collettività più o meno estesa secondo criteri di solidarietà sociale affidati al funzionamento dei meccanismi assicurativi obbligatori. La funzione della responsabilità, che viene ormai comunemente qualificata come “responsabilità civile”, cessa di avere carattere meramente sanzionatorio, per divenire essenzialmente *riparatoria*: il risarcimento del danno inteso un tempo come sanzione repressiva a carico del danneggiante per la violazione di un ipotetico dovere extracontrattuale di *neminem laedere*, viene ora concepito piuttosto come mezzo di riparazione di un danno ingiusto.⁵ Una sempre maggiore attenzione viene riservata ai “danni alla persona”. Tra l’altro, l’introduzione di un collegamento abbastanza diretto tra responsabilità e assicurazione, in settori dove la rilevanza “sociale” dei danni ha assunto particolare importanza (infortuni stradali e sul lavoro), denota sicuramente un orientamento legislativo verso, quelle che *Savatier* definirebbe «nuove forme di socializzazione della responsabilità civile». (SAVATIER, *les métamorphoses économiques et sociales du droit privé d’aujourd’hui, 1ère Série, Panorama des mutations*, Paris 1964). Non è solo il legislatore, ma anche l’interprete delle norme del codice civile a tener conto dell’evolversi della realtà economica e sociale. La dottrina, infatti, si è impegnata a una verifica della reale rispondenza della normativa vigente alla vecchia massima “nessuna responsabilità senza colpa”,

⁵ Alla tradizionale nozione di “illecito civile”, inteso come violazione sanzionabile di un ipotetico dovere di *neminem laedere*, si comincia a contrapporre un ampio concetto di *responsabilità civile*, incentrato sulla “idea della razione al danno ingiusto”. Si veda, SCOGNAMIGLIO, *Illecito (diritto vigente)*, Noviss. DI, VIII, 1962, 171.

denunciando grosse lacune normative che hanno permesso di mostrare come fondate sulla colpa ipotesi di responsabilità con un fondamento che evidentemente prescinde da ogni riferimento soggettivo alla diligenza del responsabile. Se da una parte la dottrina procede nel suo iter interpretativo di ridimensionamento del ruolo della colpa nella responsabilità civile mediante l'enucleazione di ipotesi normative di responsabilità senza una colpa, la giurisprudenza tende a ridefinire il concetto stesso di colpa, ancorandolo ad una valutazione oggettiva del comportamento del danneggiante in relazione al parametro della diligenza. (Si veda Cassa., S.U., 17 febbraio 1964, n. 351, *Rivista Di Diritto Commerciale*, 1965, II, 104.) Il passaggio appena esaminato dalla concezione tradizionale dei fatti illeciti a un moderno sistema di responsabilità civile ha sicuramente dato già importanti risultati e punti fermi in ambito legislativo. D'altro canto non è da sottovalutare l'importanza dei mutamenti giurisprudenziali che si sono verificati sotto il profilo, molto connesso, del progressivo allargamento dell'area dei danni risarcibili, un tempo circoscritta ai soli fatti lesivi di diritti soggettivi assoluti, identificati a loro volta dalla dottrina nei diritti reali e nella categoria dei cosiddetti diritti della personalità. *Geri* racchiude quelli che possono essere considerati i mutamenti più importanti in questa direzione, tra cui il primo intervenuto in tema di risarcibilità dei danni derivanti dalla lesione di un diritto di credito da parte di un terzo che, uccidendo il debitore di una prestazione di carattere personale, arrechi danno al creditore, ipotesi nettamente distinta dal caso di inadempimento del debitore. La vicenda giurisprudenziale di riferimento è del 1953, quando alla società Torino calcio era stato negato dalla Corte di Cassazione il risarcimento del danno subito per la perdita dell'intero complesso dei propri calciatori, periti nella tragedia di Superga. (GERI et al., *Diritto Civile-Obbligazione e Contratti*, Torino, 2000). Nel 1971 la stessa Corte però, ha riconosciuto alla società la legittimazione ad agire ex art. 2043 contro il terzo responsabile di un incidente stradale in cui aveva trovato la morte uno dei suoi calciatori. Da una più ampia considerazione dei valori economici, non più limitata a tutelare la proprietà ma estesa alla protezione di tutti i diritti patrimoniali, anche se non assoluti, la giurisprudenza è poi passata a una radicale riconsiderazione dei valori personali dell'individuo in quanto tale. La revisione si è svolta nel duplice senso di approfondire e di estendere la tutela dei valori esistenziali dell'individuo svincolandola dagli schemi rigidi dei così detti diritti della personalità desumibili da singole norme del codice civile o penale, per assicurare una protezione direttamente fondata sui principi costituzionali. In questa direzione sono significative le svolte giurisprudenziali che in

circa un decennio (seconda metà anni '70 fino alla prima metà degli '80) si sono succedute in materia di tutela della riservatezza, identità personale, tutela della salute.⁶ L'affermarsi inoltre di una tutela risarcitoria della salute non poteva non sollevare l'ulteriore problema di una tutela dell'ambiente salubre, evidenziando la conseguente esigenza di estendere la tutela dell'individuo in relazione ai valori fondamentali rispetto ai quali viene in considerazione un interesse che la Corte di Cassazione ha definito « *diffuso, cioè riferibile allo stesso modo e indifferentemente a un numero indefinito di soggetti* ». (Si veda Cass.,S.U., 6 ottobre 1979, n. 5172, FI, 1979, I, 2302.) Da questo punto di vista, la giurisprudenza si è sforzata di sostenere che per la tutela di tali interessi pure, la strumentazione giuridica è quella del diritto soggettivo, prospettando dunque la configurabilità di un « *diritto all'ambiente salubre* » come naturale proiezione del diritto del singolo alla salute. L'intervento del legislatore con la Legge 8 luglio 1986 n.349, istitutiva del Ministero dell'ambiente, è andato sicuramente nella direzione di dedicare a questa dimensione di danno collettivo una disciplina di “ danno ambientale” incentrata su un'azione risarcitoria promossa esclusivamente dallo Stato, fermo restando che i cittadini, dice l'art.18 di suddetta legge, « *possono denunciare i fatti lesivi di beni ambientali dei quali siano a conoscenza* ». Altre riflessioni interpretative sul tema del danno nel corso della storia giurisprudenziale sono state stimulate dal problema della risarcibilità del danno alla persona. Infatti, l'estensione della tutela risarcitoria di interessi connessi con i valori fondamentali della persona umana ha introdotto un ulteriore elemento di crisi nella concezione tradizionale dei fatti illeciti, come visto ispirata ad una nozione di *danno al patrimonio*. Si è spesso sollevato, infatti, da una parte il problema della risarcibilità del danno alla persona, mettendo in evidenza per un verso l'inopportunità e per alcuni l'illegittimità costituzionale dei limiti previsti dall'art. 2059 per la risarcibilità dei danni non patrimoniali,⁷ e per l'inadeguatezza della interpretazione tradizionale che tende a identificare il danno patrimoniale alla persona con il semplice sacrificio di interessi economici eventualmente conseguente alla lesione degli interessi personali direttamente provocata dal fatto illecito, lesione che non comporterebbe in quanto tale mai danni risarcibili ex

⁶ Per quanto riguarda la tutela della riservatezza si rimanda ad un decreto del 1975 della Corte di Cassazione, che per la prima volta introduceva un diritto alla riservatezza. Per quel che riguarda la tutela dell'identità personale si fa riferimento ad un indirizzo di giurisprudenza favorevole alla tutela di un diritto all'identità personale, direttamente fondato sul principio generale dell'art. 2 Cost. Per la tutela della salute si fa riferimento all'evoluzione iniziata da alcune sentenze della Corte di Cassazione, avviate nel 1979.

⁷ I limiti di cui si parla fanno riferimento ex art. 2059 a « *il danno non patrimoniale deve essere risarcito solo nei casi determinati dalla legge [c.p.c. 89; c.p. 185, 598].* »

art.2043⁸. Su entrambe le questioni è intervenuta la Corte Costituzionale che ha successivamente dichiarato come l'art. 2059 sia costituzionalmente legittimo in quanto i relativi limiti debbono intendersi riferiti « *al solo danno morale subiettivo* » e non già alla ben distinta « *menomazione psico-fisica dell'offeso* ». E che, quando si attribuisca al principio stesso del *neminem laedere* « *un contenuto comprensivo anche della riparazione alle menomazioni di beni di valore assoluto e primario, il danno è certamente patrimoniale, sebbene sia svincolato da una concezione aritmetico-contabile e si concreti piuttosto nella rilevanza economica che la compromissione del bene riveste in sé e per sé* ». (Si veda nell'ordine dei brani citati, Corte Cost., 30 giugno 1986, n. 184, cit., ; Corte Cost., 30 dicembre 1987, n. 641, cit) Alcuni dei maggiori esponenti della dottrina, quali ad esempio *Geri*, *Breccia*, *Busnelli* e *Natoli*, credono che l'unica soluzione per uscire dall'impasse sembra essere quella di optare per una ridefinizione del concetto di danno patrimoniale ; non più inteso, secondo l'orientamento tradizionale, come caratterizzato dalla patrimonialità dell'interesse leso, ma riferibile a qualsiasi pregiudizio suscettibile di diretta valutazione economica mediante criteri obiettivi. (Tra gli altri si rimanda anche alla posizione di BONILINI, *Il danno non patrimoniale*, cit., 80, 367 ss. ; GAMBARO, *Ancora in tema di falsa luce agli occhi del pubblico*, *Quadr.*, 1988, 348 ss.). È chiaro come in questa prospettiva, la qualificazione del danno alla persona, così come quello alla salute, dipenderebbe dal fatto che il danno stesso si possa prestare a un'obiettiva e diretta valutazione in denaro, invece che dalla natura del diritto leso. In tal modo il problema della risarcibilità generale di tale danno si tradurrebbe nel problema dell'individuazione di sicuri criteri per la sua valutazione economica, certamente difficile, ma non impossibile. Come visto, la disciplina dell'evento dannoso presenta elementi di continua evoluzione nel panorama normativo e da anni dottrina e giurisprudenza si alternano in sforzi interpretativi e interventi per risolvere gli stalli normativi sull'argomento. Da un punto di vista giuridico il concetto di danno è postulato come fondamentale senza però darne una compiuta definizione. Anche per altri ordinamenti giuridici la nozione giuridica di danno non risulta particolarmente approfondita; così in Francia, in Germania ed in Inghilterra. (PG MONTANERI, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile*, Torino, 1998). Riuscire inoltre a raggiungere una configurazione unitaria di danno appare difficile nei sistemi di *common law*, poiché in questi paesi non esiste una

⁸ L'articolo rimanda ai casi di legge determinati.

clausola generale di responsabilità : occorre dunque specificare la natura del danno e ciò può avvenire solo collegando il danno con l'interesse leso e, visto che in un sistema informato alla tipicità dell'illecito il danno si risarcisce solo se è conseguente alla lesione di un interesse tipico protetto, la distinzione tra le varie tipologie di danno, sia patrimoniale o non patrimoniale, economico o morale ecc., che presso il nostro ordinamento serve solo a chiarire il contesto nel quale il danno si sviluppa, nei sistemi *common law* assume un ruolo più importante, di criterio selettivo dei danni risarcibili. (G.ALPA, *Danno aquiliano*). Si tratta sicuramente di un concetto destinato a *variare nel tempo*. Secondo la concezione tradizionale di cui si faceva riferimento precedentemente, il danno doveva intendersi essenzialmente come diminuzione del patrimonio e poteva definirsi con formula astratta come « *la differenza fra il valore del patrimonio del danneggiato dopo l'evento dannoso e il valore che il patrimonio stesso avrebbe attualmente qualora l'evento dannoso non si fosse verificato* »⁹. Di questa concezione « *patrimoniale e astratta* » del danno costituiscono traccia le due categorie di danno delineate dall'art 1223 sulla scorta di una distinzione già presente nell'art 1229 del codice civile del 1865, che l'aveva mutuata dall'art 1149 del *Code Napoléon* : la « *perdita economica subita* » e il « *mancato guadagno* ». Questi due elementi fanno riferimento alle fattispecie giuridiche di *danno emergente e lucro cessante*, dei quali si parlerà più approfonditamente nel prossimo paragrafo nella disamina del danno patrimoniale. La concezione del danno come differenza di valore di un patrimonio che deriva come detto da *Mommsen*, non è che una delle più importanti interpretazioni dell'evento dannoso. Appare corretto ricordare anche la visione risaliente a *Von Caemmerer*, che indica nel danno la modificazione della realtà materiale, cioè la soppressione del bene sul quale ha inciso l'evento. L'interpretazione che fa capo a *Camelutti*, ovvero quella di ravvisare nel danno *la lesione di un interesse* , risulta oggi però una delle prevalenti. (CARNELUTTI, *Il danno e Il reato*, Padova, 1976). Il graduale affermarsi di una concezione personale e concreta, avente come punto di riferimento il singolo individuo e come obiettivo la tutela non solo dei suoi interessi patrimoniali ma prima ancora della sua persona, ha ispirato una nuova definizione di danno, inteso con formula elastica quale « *nocumento o pregiudizio , vale a dire annientamento o alterazione di una situazione favorevole.* » (DE CUPIS, *Il danno*;

⁹ Questa è la cosiddetta *differenz Theorie*, formulata verso la metà del secolo scorso dal MOMMSEN, *Zur Lehre von dem Interesse*, Brunschweig 1885, 11 ss. Essa ha avuto una grande influenza non solo sulla dottrina tedesca ma anche su quella italiana, si veda GRAZIANI, *Appunti sul lucro cessante*, in *Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli 1953, 249 ss.

SCOGNAMIGLIO, *Risarcimento del danno*, Noviss, 1967) ¹⁰. Di questa esigenza di concretezza ed elasticità sono espressione le norme degli artt. 1226, che richiama il 2056, 1° comma e 2°. Norme che non trovano ovviamente corrispondenza nella disciplina del codice civile del 1865. Esse, infatti, stabiliscono il principio secondo cui il lucro cessante, e più in generale, qualsiasi danno che non possa essere provato nel suo preciso ammontare vengono valutati dal giudice con equo apprezzamento delle circostanze del caso. Ammettere la risarcibilità di un danno, secondo criteri equitativi, per sua natura proiettato verso il futuro come lucro cessante però non deve far fraintendere : non vi è possibilità di estendere il risarcimento ai danni futuri. Si tratta, infatti, di una terminologia abbastanza impropria nella giurisprudenza. Il danno, infatti, per essere risarcibile, dice la disciplina, deve essere attuale, ossia ricollegabile a una lesione in atto dell'interesse del danneggiato. La proiezione verso il futuro, che caratterizza il lucro cessante, non incrina certo l'attualità del danno, ma incide sicuramente sulla sua valutazione, che dovrà essere fatta tenendo conto, con criteri necessariamente equitativi, delle ripercussioni future del danno stesso, come si vedrà nel caso Fashion Inc., presentato nella seconda sezione del lavoro. Non è dunque, risarcibile il danno, futuro in senso stretto, che si ricollegi a un'ipotetica, anche se probabile, ma non attuale, lesione di un interesse del danneggiato, ossia la semplice perdita di quella che i francesi chiamano una *chance de profit*. In Francia, infatti, esiste un precedente interessante: un'aspirante hostess si è vista riconoscere il diritto al risarcimento nei confronti del responsabile di un fatto illecito, che l'aveva privata appunto della *chance* di accedere alla professione alla quale si stava preparando, pur in mancanza di qualsiasi promessa di assunzione. Tale risarcimento difficilmente ad esempio potrebbe essere accordato in Italia, proprio per mancanza di attualità del danno lamentato¹¹. C'è comunque da dire che ammettere la risarcibilità di un danno che non può essere provato nel suo preciso ammontare non significa certo violare l'altro importante requisito di danno che la giurisprudenza italiana identifica nella *sua certezza*. Infatti, l'incertezza riguarderebbe l'ammontare non certo la sua esistenza. Una riprova in tale senso si ha nella valutazione degli eventuali danni da morte, reclamati dai congiunti e dai creditori di una persona rimasta vittima di un illecito. La giurisprudenza non disconosce, infatti, in astratto la legittimazione dei congiunti e dei creditori della vittima a chiedere il

¹⁰ Si veda pure SALVI, *Il danno extracontrattuale*, cit., 104 ss. che approfondisce forse più correttamente la revisione della concezione patrimoniale del danno.

¹¹ Per la comparazione dei due sistemi giuridici si veda BUSNELLI, *Perdita di una « chance » e risarcimento del danno*, FI, 1965, IV, 47 ss.

risarcimento ma ne condiziona l'esigibilità all'accertamento di una «*perdita definitiva e irreparabile*», ossia alla prova di un danno certo. In tal caso, secondo la Corte Costituzionale, il danno subito dai congiunti è certo se ricevevano gli alimenti dalla vittima nel caso in cui «*non esistano obbligati di grado eguale o posteriore che possano sopportare il relativo onere* » (Cass.13 giugno 1977, n. 2449, GC, 1977, I, 1067). Certo è il danno subito dai creditori di una prestazione di carattere strettamente personale pattuita con la vittima, quando risulti la «*insostituibilità del debitore, nel senso che non sia possibile al creditore procurarsi, se non a condizioni più onerose, prestazioni eguali e equipollenti.* ». (Cass, 29 marzo 1978, n. 1459, cit). In conclusione attualità e certezza sono dunque i due requisiti su cui poggia il giudizio sull'effettività del danno. All'esito positivo di tale giudizio è, in ogni caso, condizionata la valutazione equitativa dei danni ai sensi e nei limiti di cui agli artt. 1226 e 2056. Come dimostrato dagli interventi in questi ultimi anni, pure la concezione di danno non patrimoniale sta assumendo un'importanza sempre più penetrante nelle fattispecie giuridiche. La giurisprudenza consolidata, con una concezione forse riduttiva, lo identifica con il danno morale subiettivo, a sua volta definito come «*l'ingiusto perturbamento dello stato d'animo del soggetto offeso* »¹², attribuendo al relativo risarcimento ai sensi dell'art. 2059 il significato quasi di un premio per il dolore dato dalle sofferenze morali derivanti da fatti dannosi e particolarmente offensivi. Visto in questo modo, il danno non patrimoniale appare sicuramente come una forma peculiare di danno, poggiante sul carattere personale della responsabilità per colpa e si ispira a un'esigenza di collegamento tra la valutazione del pregiudizio subito dal danneggiato e la valutazione della gravità della condotta del danneggiante. Questo concetto assume dunque una portata essenzialmente variabile, secondo la gravità della colpa e delle conseguenze che ne derivano. Non può inoltre non presentarsi diverso, o almeno aggiuntivo, rispetto ai danni derivanti dalla classica lesione specifica di un interesse, sia esso patrimoniale o personale, del danneggiato e risarcibili secondo la normativa prevista (art. 2043), assumendo una funzione essenzialmente preventivo-punitiva. Quello a cui si è assistito negli ultimi anni è stato, specialmente in tema di danno non patrimoniale, un progressivo allargamento dei danni ritenuti rilevanti, dei quali la giurisprudenza stessa, più che la dottrina, si è occupata di stilare un "catalogo aperto". Basti pensare ad alcuni casi che ricadono nella fattispecie di danno biologico, dove nonostante non ci fosse a

¹² Definizione recepita dalla Corte Costituzionale. Si veda anche BONILINI, *il danno non patrimoniale*, NGCC, 1985, II, 206 ss.

supporto nessuna perizia medico-legale sono stati risarciti i più “disparati” tra i pregiudizi, come ad esempio: al coniuge, i pregiudizi conseguenti all’impossibilità, nell’ambito del rapporto coniugale, di svolgere una normale vita sessuale (Cfr, Cass, 11 novembre 1986, n 6607, in *Foro it.*, 1987, 833) ; oppure alla lavoratrice, in caso di molestie sessuali da parte del datore di lavoro, il danno per comportamenti lesivi dell’integrità psicofisica. (Cass. 17 luglio 1995, n. 7768, in *Giur. It.*, 1996, I, 1, 1109). La principale linea di espansione si è svolta secondo la seguente sequenza : prima si è concepito il danno ingiusto come una lesione di un diritto assoluto, per poi esser interpretato come lesione di un diritto soggettivo e anche relativo e infine come lesione di un interesse, anche se non protetto come diritto soggettivo. Ultimamente la giurisprudenza ha anche creato veri e propri diritti, quali ad esempio del danno da lesione alla serenità familiare. Il caso giurisprudenziale di riferimento è quello di una studentessa che, in seguito ad un sinistro stradale, riportò tra l’altro una lesione cerebrale con postumi di caratteri permanenti valutati nell’ 85%; la durata della malattia fu accertata in 550 giorni; in giudizio la richiesta di risarcimento dei danni fu avanzata non solo dalla vittima ma anche dai suoi genitori, i quali lamentarono la lesione della loro serenità familiare a causa appunto del sinistro, sostenendo in particolare di aver dovuto abbandonare le abitudinarie consuetudini di vita a causa delle condizioni della figlia che necessitava cure costanti. (Caso trattato dal Tribunale di Milano, 18 febbraio 1988). Da questi ultimi riconoscimenti, si è arrivati ad esempio, ad un ulteriore regime di danno non patrimoniale che oggi assume una rilevanza importante nelle cause di risarcimento danni, come quella del *danno esistenziale*. Con questa particolare figura giuridica, si è voluto dare un riconoscimento, oltre che un rilievo giuridico, ad una serie di disagi e di compromissioni nella vita della persona anche diversi dal diritto alla salute, (inteso in senso stretto come integrità psico-fisica) e di cui si è ammessa la risarcibilità anche in assenza di concrete ripercussioni negative di carattere strettamente patrimoniale. Questa categoria nuova di danno inizialmente è stata sviluppata solo in ambito dottrinale, per avere solo successivamente un riconoscimento anche da un punto di vista giurisprudenziale. La figura del danno esistenziale, nasce come nuova voce risarcitoria di danno alla persona cui ricondurre tutti quei pregiudizi che colpiscono la persona nel suo fare a-reddituale, sia esso inteso come somma di ripercussioni relazionali di segno negativo (P. CENDON-P. ZIVITZ, *Il danno esistenziale*, in *Le nuove voci di responsabilità civile*, Milano, 1992 e P.G. MONTANERI, *Danno morale e danno esistenziale*, in P.G. MONTANERI-M.BONA-U.OLIVA, *Il nuovo danno alla*

persona. Strumenti attuali per un giusto risarcimento, Milano, 1999.) , sia come modificazione negativa delle modalità attraverso le quali l'individuo esplica la propria personalità. (P. ZIVIZ, *il danno non patrimoniale*, in *La responsabilità civile*, a cura di P. CENDON, VII, Torino, 1998, 377.) L'intenzione di edificare il danno esistenziale a nuova categoria giuridica di danno è quella di creare una voce risarcitoria autonoma di danno non patrimoniale, da affiancare a quella del danno patrimoniale e del danno morale, ma sottratta alle strettoie tipizzanti dell'art 2059 c.C. Il danno esistenziale nasce come reazione ad un impiego della categoria del danno biologico oltre i confini del danno alla salute. La giurisprudenza ha col tempo voluto specificare che il dato unificante della figura del danno esistenziale sarebbe costituito dalla compressione di un'attività non reddituale; in questa cornice verrebbero così inserite anche tutte quelle ipotesi che erano state assimilate proprio al danno alla salute. La sempre crescente importanza dei danni non patrimoniali e del problema della sua risarcibilità si evince anche dalle evoluzioni normative, e in particolare da alcune sentenze, come quella delle Sezioni Unite della Corte Suprema di Cassazione, la n. 26972 del 11 novembre 2008, con la quale il legislatore ha ridisegnato il sistema dei danni non patrimoniali. In particolare si è negata la suddivisione dei danni non patrimoniali in sottocategorie e stabilendo, invece, che tutti i pregiudizi vanno ricondotti ad un'unica macro-categoria del danno non patrimoniale che, per le Sezioni Unite, « *deve essere inteso nella sua accezione più ampia di danno determinato dalla lesione di interessi inerenti la persona non connotati da rilevanza economica* ». (Cass., 11 novembre 2008, n. 26972). In questa macro-categoria di danno non patrimoniale vengono ricondotte tutte quelle figure che fino a quel momento erano rimaste autonome dal punto di vista giuridico : il danno morale soggettivo, il danno biologico e il danno esistenziale. I temi trattati dunque risultano certamente portanti anche da un punto di vista giuridico. In particolare il progressivo allargamento normativo delle situazioni nelle quali vi possa trovar luce un evento dannoso e le continue reinterpretaioni dell'evento dannoso in sé non fanno che confermare, se mai ce ne fosse un'ulteriore necessità, come i concetti quali il danno e la sua valutazione, coinvolgano e riguardino non soltanto il mondo dell'economia ma un numero potenzialmente illimitato di soggetti eterogenei, i quali possono avvalersi di un appoggio giuridico, come visto sempre più efficace e di ampio raggio, nelle annose questioni di responsabilità e di risarcimento.

I.3 Danno patrimoniale e l'azienda : danno emergente e lucro cessante

« *Il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal creditore come il mancato guadagno, in quanto ne siano immediata conseguenza.* »

Ex Art. 1223 c.C.

Il testo dell'articolo del codice civile è probabilmente di quanto più vicino ci sia ad una nozione codicistica di danno patrimoniale offerto dal sistema normativo italiano. Interessante la chiusura della nozione, che parla di "immediata conseguenza"; l'art. 1223 infatti non vuole che il debitore debba rispondere di tutti i possibili danni causati dall'inadempimento, ma solo di quelli che ne siano la conseguenza immediata e diretta. Si sottolinea inoltre un rapporto di causa effetto tra inadempimento e danno concretizzatisi nella perdita subita e nel mancato guadagno. Rapporto di causa effetto che non può dunque mancare per far sorgere la responsabilità. Si deve però sicuramente considerare anche come il debitore ponga in essere l'inadempimento, fatto per colpa ma anche con volontà a non adempiere, dolosamente dunque. La necessità di analizzare la natura dell'inadempimento interessa sicuramente dal momento che vi siano conseguenze diverse a seconda dell'atteggiamento del debitore inadempiente. Nell'ambito delle conseguenze immediate e dirette infatti ve ne sono alcune *prevedibili* ed altre *imprevedibili*. Alle prime risponde soltanto il debitore che agisce per colpa in maniera inadempiente, mentre chi dolosamente si rifiuta secondo propria volontà di onorare le obbligazioni contratte va incontro anche alle conseguenze imprevedibili. (Ex. Art. 1225 c.C.). La disciplina così formulata rischia però di incappare in importanti problemi d'interpretazione della norma nel momento in cui ci si chiede che cosa si debba intendere per conseguenze "immediate e dirette" dell'inadempimento oppure, anche se si parla della stessa cosa, quando ci sia il nesso di causalità tra inadempimento e danno. In merito a quest'ultimo punto la giurisprudenza offre due teorie interpretative fondamentali sul nesso di causalità :

- Teoria della *conditio sine qua non*;
- Teoria della causalità adeguata;

I.3.1 Teoria della conditio sine qua non

Viene anche definita dell'equivalenza casuale, e considera tutte le cause idonee a produrre un certo effetto. Di conseguenza in tal caso il debitore potrebbe essere sempre ritenuto responsabile dei danni subiti dal creditore poiché potrebbe aver messo in moto la prima delle condizioni, o delle cause, che hanno provocato il danno. Risulta chiaro come questa posizione abbia dei limiti di applicazione non banali. Ad esempio comporta il regresso potenzialmente all'infinito nell'individuazione degli antecedenti causali logicamente inseribili tra le condizioni dell'evento. In questo senso risulterebbero colpevoli di un omicidio anche i genitori di un'omicida. Inoltre non interpreta in maniera corretta i casi poco lineari, nel cui processo casuale intervengono ulteriori fattori, come nelle ipotesi di casualità alternativa ipotetica. Da questo punto di vista si pensi alla difficoltà interpretativa dal punto di vista normativo di un incendio di una casa dovuto alle fiamme propagatesi da un podere vicino. Non solo una miopia verso la casualità alternativa ipotetica ma anche per quella addizionale (ad esempio un caso di avvelenamento in cui vi è un concorso di colpa tra due soggetti).

I.3.2 Teoria della casualità adeguata

A questa teoria più tradizionalistica si contrappone la seconda, elaborata alla fine del secolo scorso per attenuare la rigidità dell'applicazione della prima teoria alle ipotesi contraddistinte da un decorso causale atipico, estraneo dunque all'ordinaria prevedibilità. La tesi in esame opera una selezione tra i molteplici antecedenti della teoria condizionalistica: è causa solo quella condizione adeguata a produrre l'evento secondo il criterio della probabilità. Più precisamente per accertare l'esistenza del nesso causale, l'interprete deve formulare un giudizio probabilistico ex ante e in concreto: bisogna cioè rapportarsi alle conoscenze presenti al momento dell'azione e acquisibili ex ante da un osservatore attento, aggiungendovi inoltre quelle più approfondite eventualmente possedute dall'agente in concreto. Dunque in questo senso azioni come lo spaccio di una dose non mortale di eroina oppure una lieve ferita non costituiscono evidentemente azioni tipicamente idonee ad uccidere, sulla base almeno di un giudizio di probabilità ordinario. Vi sono, nonostante in giurisprudenza questa rimanga la teoria più seguita, delle obiezioni mosse a questa teoria dalla dottrina: il debitore, secondo questa ultima tesi, non è responsabile dei danni subiti dal creditore quando intervenga un fatto del tutto distinto e autonomo dal suo inadempimento, che sia idoneo a produrre

l'evento. In questi casi si avrebbe quindi, un'interruzione del nesso di causalità e il debitore non sarebbe responsabile per i danni subiti dal creditore. Tale nuova causa potrebbe consistere nel fatto di un terzo, ma anche nell'attività dello stesso creditore. Accogliendo la teoria della causalità adeguata si afferma, in definitiva, che non sono attribuibili al debitore i danni causati da fattori eccezionali, che, per essere tali, sono anche imprevedibili. Con questa riflessione si finisce dunque col svuotare di significato la regola dell'art. 1225 che attribuisce, come detto, al debitore che agisce in dolo anche i danni imprevedibili, e ciò perché in presenza di queste situazioni vi è interruzione del nesso di causalità che provoca sempre mancanza di responsabilità del debitore. Tale responsabilità deve rimanere limitata solo alle conseguenze che normalmente producono un certo danno, in definitiva a quelle prevedibili. Di questo problema se ne è infatti accorta la giurisprudenza, che pure accogliendo la teoria della causalità adeguata, riconosce l'esistenza del nesso di causalità anche quando, secondo la teoria dell'adeguatezza causale, questo andrebbe escluso, comprendendo fra i danni provocati dal debitore anche i fattori che possono considerarsi eccezionali. Continuando l'analisi della norma si nota subito come il punto centrale del comma sia rappresentato dal risarcimento dovuto dalla perdita subita e mancato guadagno. Come detto nel paragrafo precedente, con questa norma il legislatore definisce le due fattispecie del danno patrimoniale disciplinato dall'ordinamento italiano :

- *Il danno emergente;*
- *Il lucro cessante.*

I.3.3 Il danno emergente

Dovendo dare una definizione si potrebbe individuare il danno emergente come la perdita che ha subito il patrimonio del creditore dalla mancata, inesatta o ritardata prestazione del patrimonio. Il riferimento del danno emergente è quella di una condizione attuale, nel presente di certezza della perdita subita.

I.3.4 Il lucro cessante

Ad esso si contrappone il concetto di lucro cessante, che esprimendosi come un mancato guadagno, è riferibile ad una situazione futura e non presente come quella del danno emergente. Si guarda in questo caso alla ricchezza che il creditore non ha conseguito al mancato utilizzo della prestazione dovuta dal debitore. Trattandosi di

evento futuro e solo prevedibile, per ottenere il risarcimento sarà necessaria una ragionevole certezza circa il suo accadimento.¹³ I concetti rimangono legati ma distinti da una dilatazione temporale per la quale il danno emergente si è già prodotto mentre il lucro cessante deve ancora prodursi o meglio, indica un guadagno che si sarebbe prodotto se non vi fosse stato l'inadempimento del debitore. Le fattispecie in esame hanno assunto una notevole importanza non soltanto da un punto di vista legale ma progressivamente acquisiscono sempre più sensibilità quando si parla di *business*. Basti infatti pensare come si sia sviluppato, soprattutto nelle ultime decadi, l'area della consulenza all'interno di cause giudiziarie, o delle *litigation economics*. (GAUGHAN P., *Measuring business, interruption losses and other commercial damages*, Wiley & Sons inc.). In questo periodo ad esempio è stata fondata la *National Association of Forensic Economics* (NAFE), ovvero un corpo statunitense di economisti che lavora esclusivamente nel campo della *litigation*. Inoltre, sempre il contesto americano, ha visto nascere ben tre riviste accademiche che trattano l'ambito delle controversie giudiziarie da un punto di vista economico.¹⁴ La richiesta sempre maggiore di interventi di consulenza nella determinazione di danni ed eventi ostacolanti ha portato allo sviluppo di una branca valutativa che ha come scopo la misurazione economica di quello che i britannici chiamerebbero *harmful event*, attraverso una serie di metodologie, ancora in fase sperimentale per dir la verità, che si ispirano alle logiche e tecniche della valutazione d'azienda, delle quali si propone una rapida disamina nel capitolo successivo.

¹³ Si noti come nonostante si faccia riferimento ad una situazione futura non viene affatto messo in discussione il principio di certezza del danno a cui si faceva riferimento nel paragrafo precedente.

¹⁴ *Journal of Forensic Economics; Journal of Legal Economics; Litigation Economics Review.*

CAPITOLO II

II.1 L'ambito della valutazione d'azienda e le sue tecniche

Come accennato, la valutazione d'azienda ha assunto nel sistema economico-finanziario un'importanza di primario ordine, in relazione sia alle informazioni che essa può fornire per i player economici ma anche per lo strumento che rappresenta. La disciplina della valutazione aziendale può essere osservata con riferimento ad un profilo sia scientifico, sia operativo. Sul primo piano essa può essere intesa come il campo di indagine che studia il *valore* dell'azienda nelle sue determinanti, elaborando appropriate logiche e metodologie di stima. Sul piano invece operativo, è l'attività con cui si stima il valore di un complesso aziendale, sia esso completo o ramo d'azienda, di una quota di capitale (pacchetti azionari o quote sociali), mediante la scelta e l'applicazione delle logiche e delle metodologie valutative più appropriate nel caso di specie, nonché delle più idonee modalità di stima dei diversi parametri valutativi. Si può dunque osservare come la disciplina rientri a pieno titolo nel campo di studio della Ragioneria, alla quale il *Giannessi* attribuisce il significato di « [...] *dottrina che studia i principi attraverso i quali la dinamica aziendale può essere convertita in cifre e queste... in andamenti economici* ». (E. GIANNESSI, *Attuali tendenze delle dottrine economico-tecniche italiane*, Pisa, Cursi, 1954, pp, 417-418.). Le logiche e le metodologie delle quali si faceva riferimento non possono che variare in relazione alle finalità preposte alla stima, nonché alle caratteristiche dell'oggetto sottoposto ad analisi e alla prospettiva di osservazione assunta dal soggetto valutatore, nonché alle diverse informazioni di cui il soggetto stesso dispone.¹⁵ Tra i tanti fattori che hanno permesso uno sviluppo quasi esponenziale della disciplina in atto si possono sicuramente ravvedere, oltre che l'orientamento ad una forte esternalizzazione e al sempre crescente numero di operazioni di finanza straordinaria poste in essere, la sempre più massiccia presenza dei cosiddetti "investitori istituzionali" sui mercati finanziari. Banche d'affari e fondi di investimento, passando dal "business angel" fino al "private equity", società finanziarie; tutti questi soggetti chi per motivi strategici, chi esclusivamente per fini speculativi o di diversificazione dell'investimento necessitano di uno strumento che permetta di essere

¹⁵ Si fa riferimento al problema delle "asimmetrie informative", oramai molto noto nella dottrina economico-finanziaria.

perfettamente consci del reale valore di un business su cui investire tempo e risorse. Ma non solo; spesso aziende ritenute sottovalutate dai mercati finanziari hanno l'esigenza di far conoscere il reale valore e potenzialità del proprio business per evitare il fenomeno della scalata ostile, strategia finanziaria molto in voga negli ultimi decenni attraverso la quale si riesce ad assumere il controllo del capitale di una società o per meglio dire, di "sottrarlo" alla maggioranza di riferimento, con operazioni di borsa, senza dunque passare attraverso una trattativa privata di negoziazione del pacchetto di controllo. Si pensi infatti ad una società con una larga base azionaria, ovvero quelle società con un alto frazionamento del capitale. È chiaro come una maggioranza in questo caso sia relativa e possa sussistere il rischio di scalate. Per evitare il fenomeno occorre porre in essere azioni che facciano sì che il prezzo di mercato delle azioni rifletta correttamente il valore della società anche per informare gli investitori di minoranza, la cui partecipazione viene facilmente negoziata sulla borsa. In questo modo, rendendo l'investitore conscio del reale valore societario ed economico della sua azione, si disincentiva la cessione di pacchetti di minoranza. Questa riflessione inoltre è molto attuale considerando i dati che vengono riportati dal Sole 24ore; nel primo semestre 2015 sul mercato americano sono raddoppiate le offerte ostili rispetto ad inizio anno, passando da 20 a 40. (Fonte dati www.kairospartners.com). L'ambito della valutazione può anche ricadere in ambiti strategici e di controllo aziendale. Non è così raro infatti trovare, soprattutto negli ultimi periodi, aziende che ricerchino indicatori di performance più idonei del semplice reddito di periodo, a mettere in evidenza il valore creato o distrutto dal management. Negli ultimi tempi si vede inoltre come la valutazione d'azienda sia diventata anche un validissimo strumento di informazioni necessarie in un ambito giuridico e processuale per cause di risarcimento danni e di altra natura. Il caso presentato nel proseguo della trattazione rientra infatti in questa categoria. Andando a schematizzare, gli ambiti nei quali, da un punto di vista operativo, la valutazione d'azienda trova una maggior diffusione, possono essere sintetizzati in quattro grandi categorie:

- *Operazioni di finanza straordinaria;*
- *Bilancio d'esercizio;*
- *Performance dell'azienda;*
- *Analisi di borsa;*

II.1.1 Operazioni di finanza straordinaria

Il primo ambito di valutazione riguarda, operazioni societarie ad alto impatto strutturale quali ad esempio acquisizioni, cessioni, conferimenti, scorpori, fusioni, scissioni, trasformazioni e altro ancora. In questo settore è possibile riscontrare due tipologie differenti di valutazione. La prima, è richiesta allo scopo di ottenere informazioni sul valore di un complesso aziendale o di quote di capitale di una società, come avviene ad esempio nelle negoziazioni di pacchetti di società. L'intervento valutativo di questo genere è solitamente alla base delle informazioni necessarie per la negoziazione del prezzo di chiusura dell'affare. Normalmente, prendendo ad esempio l'iter delle operazioni di acquisizione di società, le parti coinvolte nell'affare nominano dei periti che si occuperanno di redigere una valutazione sulla società o pacchetto oggetto di contrattazione, sulla base delle quali le controparti formuleranno le relative ipotesi di prezzo. In concreto il lavoro del perito si concretizza nel redigere una relazione di stima nella quale vengano descritte le ipotesi e le documentazioni di riferimento del lavoro e il processo di valutazione, con particolare attenzione sulle logiche e le metodologie utilizzate. Tale relazione verrà poi fatta propria dagli amministratori delle aziende coinvolte. Nelle operazioni di finanza straordinaria però si può riscontrare un'altra tipologia di intervento valutativo, quelle chiamate di *fairness opinion*. Le valutazioni afferenti a questa categoria hanno lo scopo di accertare il valore o per meglio dire l'output della relazione di stima già redatta dagli amministratori delle società coinvolte nelle operazioni straordinarie. In particolare, quello che viene fatto in questi casi è riesaminare la documentazione utilizzata dai periti nelle loro relazioni e valutare la congruità e l'adeguatezza delle logiche e delle metodologie utilizzate nel processo valutativo. La natura della *fairness opinion* può essere sia volontaria che obbligatoria in alcuni casi.¹⁶ Per quello che riguarda le figure incaricate degli interventi appena descritti, nelle operazioni che riguardano società quotate, per le relazioni di stima vengono coinvolte solitamente grandi banche d'affari, che possano disporre di una reputazione finanziaria necessaria alla credibilità del lavoro.¹⁷ La maggior parte però del tessuto industriale di un paese, quello italiano soprattutto, è caratterizzato da piccole-

¹⁶ Nel secondo caso si richiamano i seguenti articoli del codice civile che elencano le fattispecie ove se ne necessita l'obbligatorietà : art. 2343 e art 2456 c.c. sul conferimento di complessi aziendali, rispettivamente in relazione alle forme giuridiche S.p.a e S.r.l. ; art 2500 ter c.c. sulla trasformazione delle società di persone in società di capitali; art 2501 sexies c.c. sulla congruità del rapporto di cambio in fusioni o scissioni.

¹⁷ Tra le più attive nel campo del *business valuation* si hanno GOLDMAN SACHS, JP MORGAN, UBS, MEDIOBANCA ecc.

medio imprese non quotate che si avvalgono di liberi professionisti quali dottori commercialisti o consulenti aziendali e in alcuni casi di società di consulenza. Nell'ambito della *fairness opinion* invece si interfacciano soggetti diversi, vista la natura più di audit che non di pura valutazione dell'intervento. Per quanto riguarda le società quotate, i principali operatori sono rappresentati dalle società di revisione; si parla invece di revisori contabili per le società non quotate. Alcuni illustri esempi di interventi di questo tipo possono essere esaminati nella documentazione coinvolta in una delle operazioni di finanza straordinaria tra le più importanti per il contesto economico italiano: la fusione tra "Banca Intesa S.P.A" e "Sanpaolo Imi S.P.A" avvenuta nell'ottobre 2006. Ciò che necessitò un attento lavoro di valutazione nel caso in questione fu la determinazione e la stima di un equo rapporto di cambio dei titoli partecipativi del capitale delle due banche coinvolte in possesso degli investitori, sulla base del quale effettuare le conversioni tra le categorie di azioni nel post-fusione. In quella operazione per la redazione della relazione di stima, Sanpaolo nominò "Gruppo Banca Leonardo S.r.l" e "Merril Lynch" come consulenti e periti finanziari del cda, mentre Intesa nominò il prof. Angelo Provasoli. Mentre la *fairness opinion* obbligatoria *ex lege* art. 2501 fu redatta da "Kpmg". (Per dettagli si rimanda a www.group.intesasanpaolo.com)

II.1.2 Bilancio d'esercizio

Un secondo ambito valutativo è costituito dalla redazione del bilancio d'esercizio. In particolare la fattispecie di riferimento è quella di società che applicano i principi contabili internazionali. Quello infatti che si può osservare analizzando la struttura degli IAS/IFRS è una convergenza sempre più accentuata tra la disciplina contabile del bilancio e quella della valutazione d'azienda. Dunque l'utilizzo di tali principi, obbligatori per le società quotate, presuppone una conoscenza e competenza sulle tematiche della valutazione aziendale. Sicuramente appare indicativo da questo punto di vista il concetto di *impairment of asset* richiamato dallo IAS 36 in tema di perdita di valore delle attività aziendali. In particolare quello che impone il principio contabile è di verificare se il valore che possa essere recuperabile tramite l'attività futura risulti inferiore a quello contabile. Il valore recuperabile infatti può essere stimato attraverso tecniche di valutazione proprie della valutazione aziendale, quali ad esempio l'attualizzazione dei flussi futuri ottenibili dall'*asset* di riferimento, come vedremo nel

proseguo. (Cfr. CORSI.K, *la comunicazione dell'impairment test dell'avviamento: tra riflessioni teoriche ed evidenze empiriche*, Torino, 2013.)

II.1.3 Performance aziendali

Molto interessante negli ultimi tempi sicuramente l'applicazione della disciplina della valutazione aziendale nel processo di giudizio delle performance aziendali. Oramai chiaro come il bilancio d'esercizio presenti importanti limiti dal punto di vista della rappresentatività dei valori, la valutazione d'azienda diventa un potente strumento di integrazione da questo punto di vista. Basti pensare alla contabilizzazione delle plusvalenze patrimoniali, che da un punto di vista contabile possono essere rilevate solo al momento della loro realizzazione, valori che in realtà si raggiungono gradualmente e dunque che porterebbero a valori del capitale investito più elevati, se contabilizzati al momento della maturazione. Altro grande problema si apre nella trattazione di quello che in dottrina prende il nome di patrimonio *intangibile*, ovvero di quel complesso di risorse invisibili e non fisiche, che però contribuiscono in modo sostanzioso alla creazione di valore o al raggiungimento di un certo vantaggio competitivo. La contabilità da questo punto di vista non può certo misurare il valore generato da questi elementi, che però, nella maggior parte dei casi, rappresenta la percentuale più grande del valore di un'azienda: reputazione, fidelizzazione clientela, *know-how* aziendale, competenze e coesione del personale o l'immagine aziendale. La valutazione d'azienda in questo ambito risulta dunque un significativo strumento a disposizione del management di aziende nelle quali vi sia una forte sensibilizzazione alla *creazione di valore* più che al mero conseguimento di un profitto. (Cfr. GUATRI L., *La svolta epocale nella contabilizzazione degli intangibili*, in *La valutazione delle aziende*, n. 27; MOMENTE' F. a cura di GUATRI L., BINI M., *Impairment, la valutazione degli intangibili nei gruppi*, Università Bocconi editore, Milano, 2003; ROMANO M., *L'Impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*, Torino, 2004.)

II.1.4 Analisi di borsa

Importanti sicuramente anche gli studi di valutazione applicati ai contesti finanziari ed in particolare borsistici. Si tratta di interventi, eseguiti per lo più da analisti finanziari, volti ad avere una stima del valore teorico di titoli azionari quotati in borsa, con il quale raffrontare il valore corrente per formulare giudizi sulla convenienza a comprare, vendere o tenere un certo titolo o portafoglio azionario. (Cfr. PEDRIALI F., *Analisi*

finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali, Milano, 2006.)

II.1.5 L'ambito della valutazione del danno

Come già accennato però, la valutazione d'azienda, soprattutto negli ultimi periodi sta vivendo una rapida evoluzione tracciando nuove strade e approcci che hanno il merito di aprire scenari a dir poco interessanti. Il trattato in questione vuole infatti porre l'accento sull'utilizzo della *corporate valuation* per la determinazione di eventi dannosi, sia in ottica processuale ma anche come stimolante strumento di definizione di strategie manageriali. I casi presentati nel proseguo della trattazione, compreso il lavoro di perizia effettuato sulla Fashion Inc. srl, hanno infatti la peculiarità di introdurre alcune tecniche valutative, elaborate di recente dalla prassi e dalla ancor esigua dottrina di riferimento, volte non più a concentrarsi sui classici soggetti delle valutazioni aziendali, quali il capitale economico societario, i pacchetti di partecipazione o i rami aziendali, ma, come sosterebbe Hall, a « *isolare un dato evento dannoso per analizzare, misurare e comprendere gli effetti che possano generarsi su un'attività di impresa.* ». L'analisi infatti più seguita in questi particolari interventi valutativi, esattamente come mostrato successivamente, considera la differenza, in termini di valore aziendale o altri parametri quantificabili, tra la posizione economica attuale dell'azienda, ad evento dannoso occorso dunque, e quella che la target avrebbe avuto nel caso non si fosse verificato l'evento ostacolante.¹⁸ (HALL R. et al., *Reference Guide on Estimation of Economic Damages*, work paper). L'esperto che si accinge ad effettuare una valutazione di questo tipo deve possedere un forte background accademico ed operativo. La delicatezza e centralità del *curriculum vitae* del valutatore è qui probabilmente enfatizzata: l'ambito in questo caso non tocca solamente la sfera economica, ma anche quella legale dal momento che la maggior parte delle perizie valutative risultano assoggettate ad una finalità processuale e giudiziaria, iter nel quale il lavoro diventa parte della documentazione di supporto del *plaintiff* (PRATT et al., *Valuing Small Businesses & Professional*, McGraw-Hill) nelle cause di risarcimento danni e dunque esaminate dalla difesa, dai consulenti tecnici nominati dal tribunale e dalla corte stessa. Basti pensare come le corti statunitensi abbiano sempre prestato una particolare attenzione ai requisiti accademico-lavorativi in possesso del consulente, e di come nella maggior parte delle

¹⁸ Si veda nello specifico nei paragrafi successivi riferimento al *Before-and-After Method*.

controversie vengano nominate più figure professionali, quali esperti in contabilità, in finanza o analisi economica, vista la multidisciplinarietà della materia. (GAUGHAN P., *Measuring Business Interruption Losses and Other Commercial Damages*, Wiley & Sons, Inc.). Si comprende dunque come la versatilità che caratterizza la valutazione d'azienda abbia portato ad un sempre più rapido sviluppo di questa branca scientifica e operativa a livello globale, fino al punto di avere un notevole panorama di filosofie di valutazione eterogenee in base al contesto di riferimento, come si può osservare nei paragrafi successivi.

II.2 Valutazione d'azienda : logiche e metodologie valutative

Quando si parla di valutazione aziendale si parla anche di culture valutative diverse tra loro. La disciplina nasce e trova il suo massimo sviluppo nel mondo anglosassone, la cui concezione dell'economia è da sempre caratterizzata da un orientamento agli aspetti più finanziari di un business, più che ha quelli economici. Tale prerogativa si riscontra anche nell'approccio di valutazione che viene largamente utilizzato nel mercato statunitense ed inglese. Si fa riferimento ad una filosofia operativa che vede nella capacità di generare ricchezza, attraverso il monitoraggio del flusso di cassa, il principale driver per la misurazione del valore di un certo business. L'attenzione alla dinamica finanziaria di una data attività aziendale è maggiore, in paesi come USA, CANADA o UK, rispetto a quanto non venga fatto nel vecchio continente. Il panorama europeo invece, più incentrato sui concetti della ragioneria più classica, quali, tra tutti quello di *competenza economica*, pone sicuramente più attenzione ai concetti di reddito economico di periodo e di manifestazione economica di un elemento, piuttosto che quella finanziaria. La maggior efficienza dei mercati finanziari del mondo anglosassone garantisce inoltre la possibilità di avvalersi, in maniera anche massiccia, di modelli di valutazione basati sui valori borsistici di mercato quali ad esempio il metodo dei multipli piuttosto che quello delle quotazioni periodiche di borsa. Quello che però si è potuto riscontrare nell'ultimo decennio almeno è stata una graduale unificazione delle due prassi operative, o per meglio dire una unificazione culturale nella materia di valutazione aziendale. Le motivazioni di questo processo vanno sicuramente viste nello sviluppo anche nel panorama economico europeo, di grandi società di consulenza, che hanno introdotto modelli di valutazioni più vicini al flusso di cassa e alla dinamica finanziaria. Un interessante studio prodotto nel 2012 da "Feaco", il "*Survey of the*

European Management Consultancy” fornisce dei dati molto significativi in questo senso. Si riportano di seguito alcuni risultati:

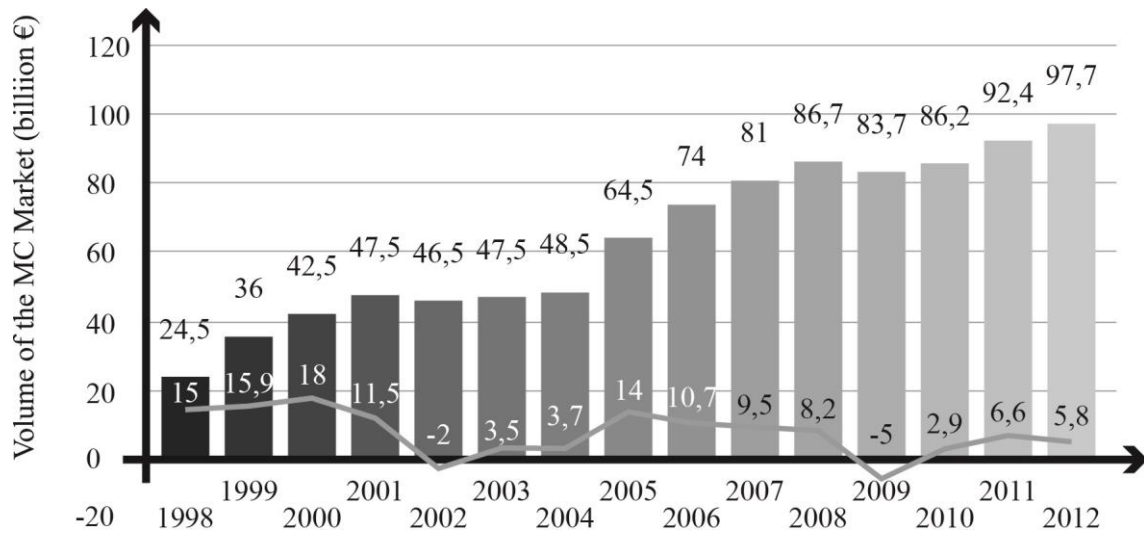
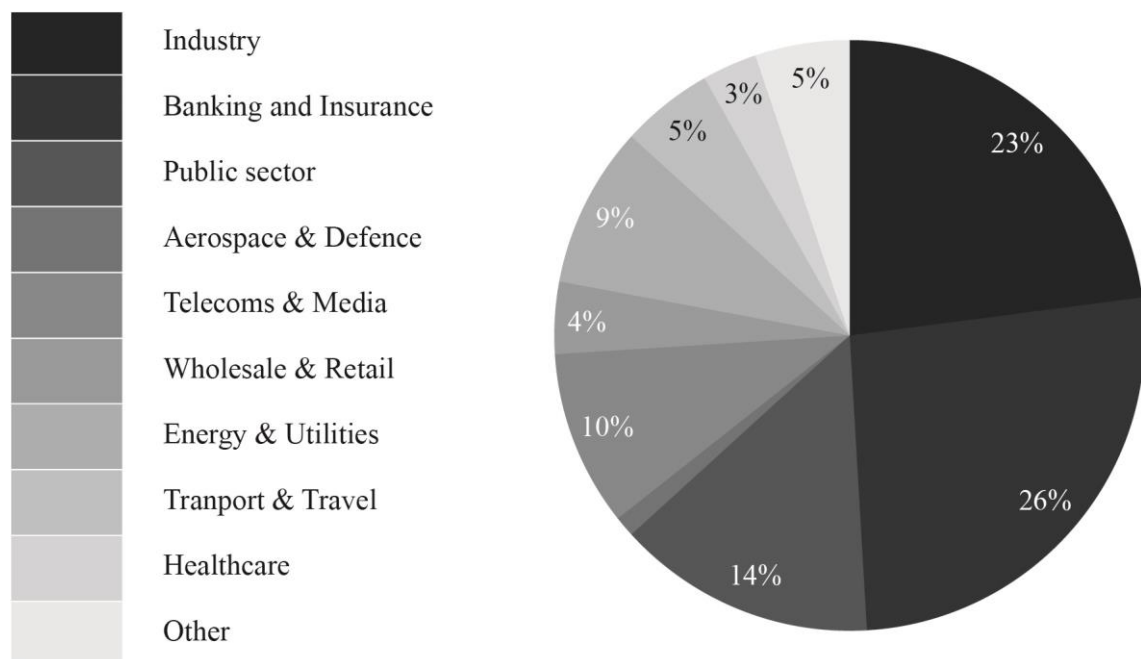


Figura 3 : crescita volumi mercato management consultancy in europa (Fonte : FAECO, Survey of The European Management Consultancy, 2012)

La figura 3 sopra esposto mostra infatti la crescita, in termini di volume d'affari, del mercato europeo della consulenza manageriale. In un solo decennio la consulenza ha raggiunto livelli importanti di fatturato, con un boom nella metà degli anni 2000. Interessante sicuramente anche rendersi conto della suddivisione della clientela che richiede servizi di consulenza manageriale:



La figura 4 parla di come il settore industriale, come si può prevedere è, insieme a quello bancario e assicurativo, il maggior fruitore di servizi di consulenza a livello europeo. Il dato soprattutto relativo al comparto bancario risulta interessante proprio da un punto di vista di unificazione culturale delle procedure valutative in tema di valutazione d'azienda; le aziende bancarie necessitano di un'accorta valutazione delle attività su cui intendono investire, in relazione specialmente alla capacità che ha un'impresa nel remunerare il capitale investito. Chiaro che da questo punto di vista, gli istituti di credito apprezzino valutazioni sicuramente più in relazione alla capacità di generare ricchezza monetaria con la generazione di flussi di cassa che non al risultato economico-reddituale. L'operatività europea dunque, per questi fattori ha ottenuto negli anni un approccio sempre più incentrato sui metodi finanziari. C'è però anche da dire che l'utilizzo di alcuni approcci nati in sistemi economico-finanziari diversi dal contesto italiano prima ed europeo poi, può portare, a seconda dei casi, a commettere errori anche importanti da un punto di vista concettuale. Si ponga il caso dell'utilizzo dei metodi dei multipli di borsa, di cui si parlerà in seguito. I risultati ottenibili da una metodologia che si basa su valori borsistici del capitale azionario possono avere diversa significatività a seconda del contesto nel quale vengono utilizzati. Ciò che implica infatti l'utilizzo di queste metodologie, è l'ipotesi di una certa efficienza dei mercati finanziari di riferimento, ove il concetto di efficienza indica in dottrina una situazione finanziaria nella quale convivono tra loro le seguenti condizioni di contesto:

- I prezzi di mercato riflettono più o meno efficacemente le informazioni ed i valori reali delle attività quotate;
- Vi è un'assenza di asimmetria informativa tra gli agenti del mercato: ogni investitore gode in parte uguale della stessa disponibilità di informazioni reperibili;
- Gli investitori tendono a comportarsi in maniera razionale: valutano il prezzo di un'attività esclusivamente sulla base dei suoi valori fondamentali (profitto atteso, rischio, tasso di sconto), e non mette in atto comportamenti che possano essere influenzati da emozioni, sensazioni od altro.

Risulta ovvio che queste condizioni hanno una certa difficoltà a coesistere nei mercati finanziari odierni. Esistono sicuramente sistemi più efficienti di altri, e dunque sistemi

nei quali operare delle business valuation sulla base dei valori dati dal mercato borsistico porta a risultati più soddisfacenti da un punto di vista della rappresentabilità del reale valore aziendale. Il motivo per il quale, fino a pochi anni fa, le metodologie basate sui valori di borsa erano scarsamente diffuse in paesi di tradizione mittel europea come ad esempio l'Italia è stata infatti la minor efficienza dei sistemi finanziari europei, rispetto sicuramente a quelli anglosassoni. Questo spiega anche perché nelle relazioni di stima italiane ci si trova spesso ad avere una gerarchia di metodologie di valutazione all'interno della quale i metodi di borsa assumono lo status di "metodi di controllo" più che di metodi principali. Nella prassi operativa odierna si hanno a disposizione dunque una pluralità di metodologie di valutazione. Il processo decisionale all'interno dell'iter di una valutazione pone l'attenzione su tre aspetti :

- Logiche di valutazione;
- Metodi di valutazione;
- Parametri di valutazione.

II.2.1 Logiche valutative

Nella realtà operativa nordamericana, vi è una netta distinzione tra incarico di valutazione e incarico di calcolo. Nel primo caso, il perito nominato per l'incarico, ha fondamentalmente una massima libertà sulle decisioni da prendere per la realizzazione della stima. Il libero arbitrio dell'esperto riguarda la scelta delle metodologie da utilizzare, i parametri di riferimento ecc. Nel secondo caso invece l'incarico ha una portata minore, c'è già un accordo su molti aspetti decisionali. Ebbene questa distinzione non esiste nell'ambito italiano ed europeo; il perito di solito nel contesto nazionale ha il compito di scegliere ogni aspetto del lavoro, partendo dalle logiche di valutazione, scegliendo i metodi e i parametri di stima. Per logiche valutative si vuole fondamentalmente rispondere alla domanda in che ottica deve essere analizzato l'oggetto della stima? Si ponga il caso di un perito incaricato di stimare il valore di un'impresa; prima di scegliere la metodologia più adatta a realizzare la stima, dovrà capire ad esempio se la concezione del capitale economico aziendale vada intrapresa in un ottica della sua conservazione o facendo riferimento ad un contesto evolutivo, dunque riferendosi alla formula imprenditoriale della società oggetto della valutazione. Un perito si domanderà inoltre il livello di autonomia aziendale, ovvero si chiederà se il valore del complesso aziendale debba essere ancorato ad una valutazione indipendente

oppure considerando eventuali effetti sinergici. Oppure si pensi ai differenti esiti di stima a cui possa portare la decisione di valutare un'impresa nel suo insieme piuttosto che considerarla come un'aggregazione di eterogenee "business unit", con differenti profili di rischio, in una logica *multibusiness*. Si capisce come la decisione sulla scelta delle logiche valutative da utilizzare, vista la loro molteplicità, rappresenti già un primo punto di criticità nel processo decisionale.

II.2.2 Metodologie di valutazione

Una volta stabilito, in base al soggetto oggetto della stima, il sistema di logiche valutative più adatto, si passa alla scelta delle metodologie e ai parametri di stima più indicati a rappresentare il valore economico di un'impresa. Nella prassi, si hanno a disposizione una serie di categorie di tecniche di valutazione che possono essere sintetizzate in quattro grandi macro-aree, che vengono di seguito analizzate brevemente:

- Metodologie a grandezza flusso;
- Metodologie a grandezza stock;
- Metodologie miste;
- Metodologie di mercato.

II.2.2.1 Metodologie a grandezza flusso

La prima categoria di metodologie basa la valutazione sulla capacità di un'impresa di generare flussi durante la sua attività. Si parla di metodologia reddituale se il flusso di riferimento è rappresentato dal risultato economico di periodo, mentre quando il flusso è rappresentato dal flusso di cassa generato, si parla di metodologia finanziaria. Quello che accomuna le due metodologie è l'attenzione posta alla ricchezza generabile da un'attività d'impresa come principale driver di valore aziendale. Risulta infatti questa la più forte e la principale ipotesi di lavoro che sta alla base degli approcci flusso. L'attenzione, in questo ambito è sicuramente data più alla redditività di un'azienda, piuttosto che al suo patrimonio. Quello che appare interessante puntualizzare, è che probabilmente, la miglior qualità che deve avere l'esperto perito valutatore è la capacità di saper decidere in maniera corretta tutti gli aspetti del lavoro di stima, correlandoli alle esigenze e alle caratteristiche dell'impresa oggetto che si trova davanti. In questo senso la metodologia flusso, viste le sue caratteristiche, dovrà essere applicata per la valutazione di un soggetto economico che fa della redditività il tratto più distintivo del

suo business. Si pensi ad esempio ad una holding immobiliare che necessiti di una valutazione, caso nel quale il valore aziendale è quasi interamente rappresentato dai valori, immobiliari e non, presenti nel patrimonio societario. L'esito di una valutazione di un soggetto del genere con l'utilizzo di una metodologia flusso, sarebbe lontano dall'essere significativo; probabilmente il valore aziendale sarebbe quasi nullo, vista l'esigua capacità di aziende del genere a generare flussi economici e finanziari. Tali metodologie infatti sono di solito utilizzate per soggetti più "vuoti" dal punto di vista patrimoniale ma con una netta propensione alla redditività economico o finanziaria; un esempio in questo senso potrebbe essere rappresentato dalla nota azienda e-commerce "Amazon.com, Inc.", la quale, per le proprie caratteristiche e per quelle del mercato di riferimento, ha un altro valore aziendale grazie proprio alla sua redditività.¹⁹

Nella prassi, i flussi sono stimati sulla base di tre fondamentali aspetti, la loro natura, il rapporto con l'inflazione e in base alla gestione finanziaria. Come visto, i flussi possono avere natura reddituale o finanziaria a seconda che emergano dal conto economico o dal rendiconto finanziario. La classificazione viene inoltre fatta sulla base della scelta di considerare o meno all'intero del flusso gli effetti dell'inflazione, in questo caso si parla di flussi nominali quando vengano considerati al lordo degli effetti inflazionistici, reali quando si consideri la ricchezza generata depurata dell'effetto inflazionistico. I flussi infine possono essere anche considerati al lordo o al netto degli impegni della gestione finanziaria, in particolare degli oneri finanziari passivi presenti in conto economico; in questo caso si parlerà di flussi *levered* nel caso in cui si consideri il flusso già al netto dell'area finanziaria passiva o in caso contrario di flussi *unlevered*. Il processo del calcolo dei flussi impone un attento lavoro di analisi e riclassificazione dei documenti contabili storici della società oltre che un lavoro di pianificazione previsionale dei flussi, nel caso non si disponga di un business plan già realizzato. La relazione di stima infatti solitamente fa riferimento ad un preciso arco temporale, solitamente con un termine successivo alla data corrente della valutazione, necessitando dunque un pacchetto di informazioni e dati sensibili che provengano sia dall'analisi storica della società che da quella previsionale futura. Una volta ottenuto una serie di flussi idonei a rappresentare la redditività generata dalla società oggetto della valutazione, sia attuale che prospettica, i metodi flusso impongono un processo di ponderazione dei dati in

¹⁹ La rivista americana "FORBES" piazza il brand Amazon al tredicesimo posto nella lista delle "World's Most Valuable Brands". Nel maggio 2015 l'azienda ha raggiunto una capitalizzazione azionaria di 175.1 miliardi di dollari. Con una quotazione di oltre 500 dollari ad azione nelle sedute di ottobre 2015.

relazione ad un livello di rischio aziendale. In questo senso, quello che viene effettuato è un processo di capitalizzazione/attualizzazione dei flussi utilizzando un tasso di sconto che individui la rischio di quella data attività aziendale. Il lavoro del valutatore in questa fase assume la stessa criticità della fase del calcolo dei flussi. Il parametro di ponderazione è, nella prassi, rappresentato dal costo del capitale che da sempre indica in maniera significativa il profilo di rischio. Le configurazioni del costo del capitale possono essere diverse, a seconda della tipologia di flusso che deve essere scontato, rispettando uno dei fondamentali principi nel mondo della valutazione d'azienda, il principio di coerenza. (Sul tema del principio di coerenza si veda dettagliatamente tra gli altri GONNELLA E., *logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, PISA , 2013). Si pensi ad un'impresa valutata utilizzando una metodologia reddituale con flussi levered, il dato di partenza come base per il calcolo sia rappresentato dall'utile netto. Per non compromettere la significatività del lavoro, i risultati ottenuti dovranno essere ponderati per un fattore di rischio correlato al flusso, e dunque un costo del capitale che non tenga conto del costo di poste di finanziamento di debito, dal momento il flusso si presenta già al netto dell'effetto del finanziamento. Scontando infatti il flusso netto per il solo costo del capitale di proprietà, si arriva direttamente al valore economico del capitale, senza necessità successiva di scorporare dal valore elementi finanziari negativi.²⁰ Il principio di coerenza implica dunque la necessità di adottare una precisa configurazione del costo del capitale in base al flusso da scontare di riferimento. Ecco perché si parla di costo del capitale di proprietà, quando il flusso sia *levered*; di costo medio ponderato del capitale (o *wacc*) quando il flusso è *unlevered*; di tasso di sconto nominale quando il flusso è al lordo degli effetti inflattivi; di tasso di sconto reale quando il flusso è al netto dell'inflazione.

II.2.2.1.1 Costo capitale di proprietà

Per quel che riguarda la stima del costo del capitale di proprietà, i professionisti di solito fanno riferimento a precisi modelli di economia finanziaria ormai consolidati, tra cui il più diffuso è sicuramente il *capital asset pricing model*, di seguito CAPM. Il CAPM è un modello che stima il rischio in termini di variabilità dei rendimenti aziendali rispetto alla variabilità del mercato azionario. Nato grazie agli studi sulla diversificazione dell'investimento azionari, il modello si basa su assunzioni che possono essere

²⁰ Si veda nel proseguo della trattazione, il processo Asset side con sottrazione finale della posizione finanziaria netta all' *Enterprise Value*.

classificate in due gruppi. Quelle riguardanti il comportamento dei singoli investitori, sono sintetizzabili nella proposizione secondo cui tutti i soggetti che investono abbiano una funzione di utilità rappresentata dai parametri media-varianza, grazie essi riescono a massimizzare la loro utilità. Il secondo gruppo di assunzioni riguardano invece l'operatività dei mercati azionari di riferimento, e fanno riferimento ad una serie di condizioni di contesto del mercato azionario che devono verificarsi al fine di ritenere valida la tesi del modello; si ricorda tra le altre la presenza di un investimento privo di rischio, al cui tasso di rendimento tutti gli operatori possono sia investire sia prendere in prestito; non vi sono costi di transazione per comprare o vendere titoli; non esistono imposte; non esistono restrizioni alle vendite allo scoperto; vi è perfetta omogeneità di aspettative tra gli operatori; tutti gli investitori sono *price-takers*, ovvero le decisioni di nessuno di essi sono tali da determinare spostamenti dei prezzi delle attività finanziarie se considerate singolarmente. (si veda CATTANEO M, *Manuale di finanzia aziendale*, Bologna, 1999; BREALEY R., MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, Mc Grow-Hill.). Secondo tale modello il costo del capitale di proprietà viene rappresentato dalla seguente formula matematica:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

dove:

K_e = costo del capitale di proprietà;

R_f = risk free rate;

R_m = medium risk market rate;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio generale di mercato;

β = beta, coefficiente di variabilità, o di rischiosità sistemica dell'azienda, che misura il rischio specifico della stessa in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale di mercato.

Se si parla di rischio esclusivamente sistematico è perché secondo il CAPM, in ipotesi di razionalità dell'investitore, il rischio specifico è eliminabile mediante la costituzione di un portafoglio d'investimento diversificato²¹.

²¹ Oramai, rispetto al passato, si è andata consolidando una reinterpretazione e rivisitazione del modello del *capital asset pricing model*, che nella sua forma pura, da un punto di vista concettuale, risulta difficilmente applicabile per ogni tipologia di attività di impresa. Infatti l'ipotesi di completa annullabilità del rischio specifico o idiosincratico d'impresa non è completamente possibile se si ipotizza

II.2.2.1.2 Costo medio ponderato del capitale

Per quello che riguarda la stima del costo medio ponderato del capitale esso viene individuato secondo la relazione :

$$Wacc = K_d * \frac{D}{(D + E)} (1-t) + K_e * \frac{E}{(D + E)}$$

dove :

K_e = costo del capitale di proprietà;

K_d = costo del capitale di debito:

E = equity

D = debiti finanziari

t = aliquota fiscale.

II.2.2.1.3 Costo del debito

A differenza del costo del capitale di proprietà, per il calcolo del quale si utilizzano le metodologie viste sopra, il costo del capitale di debito, rappresentando la remunerazione che ottengono le economie terze a finanziare una data attività aziendale, è un costo *fiscalmente deducibile*. Il riferimento è al vantaggio fiscale del debito mediante il noto effetto dello scudo fiscale. (Sull'ampia letteratura a riguardo si veda tra i più importanti il già citato BREALEY-MEYERS; DAMODARN A., *Finanza aziendale*, Ferri, oltre che i noti studi dei premi nobel MODIGLIANI-MILLER.). Il costo del debito infatti viene comunemente calcolato attraverso l'indice ROD, o *return on debt*, mediante il quale si rapportano gli oneri finanziari presenti nel conto economico alla posizione finanziaria netta di bilancio. Il dato però non rappresenta in maniera adeguata l'effettivo costo che l'azienda sopporta per la concessione di piani di finanziamento, perché

l'investimento in società industriali. Risulta infatti al quanto difficile credere che l'investitore industriale, ovvero colui che effettua un apporto di capitale in una società soprattutto per motivazioni strategiche, attui un comportamento di diversificazione dell'investimento. Tali operazioni sono eseguite da investitori la cui finalità è peculiarmente quella delle speculazione, ovvero quelli definiti "investitori finanziari" che attuano precise mosse di diversificazione nei mercati borsistici. Da questo punto di vista il CAPM "puro", come viene definito in dottrina, risulta un modello di una sufficiente applicabilità, solo per la valutazione di imprese che siano quotate nei mercati, nei quali l'investitore che apporta capitale ha la possibilità di attuare strategie di diversificazione. Per la valutazione di imprese non quotate invece la prassi e la dottrina hanno trovato soluzioni elaborando metodologie che prendendo il CAPM come punto di partenza, inseriscono anche un ulteriore premio di remunerazione per il rischio idiosincratco non eliminabile nell'investimento industriale. Si guardino F.C. EVANS- D. M. BISHOP, *Valuation for M&A. Building value in Private Company*, New York, Wiley, 2001; MORNINGSTAR'S, *Stocks, Bonds, Bills & Inflation* ; DULF-PHELPS, *Risk Premium Report*.

l'impresa gode del beneficio fiscale del debito, rappresentato dalla deducibilità degli oneri finanziari, dunque tale valore dovrà essere ridotto del valore dello scudo fiscale, per ottenere il costo del debito netto che, proprio per questo motivo, è la configurazione che viene di solito utilizzata per le valutazioni. Come detto precedentemente, la metodologia di valutazione mediante grandezze flusso, necessita l'analisi dell'azienda target sia su base storica, sia prospettica. Quello che spesso succede è che il metodo di calcolo del K_d mediante l'utilizzo del ROD e dei dati storici di bilancio, non sia idoneo a rappresentare quello che potrebbe essere il costo del capitale di debito prospettico della società, dal momento che, trattandosi di valori medi, il dato fa riferimento a tutte le forme di finanziamento presenti nel patrimonio societario, considerando anche quelle forme tecniche il cui aggiornamento dei tassi di interesse non solo non è automatico ma neppure costante (si pensi ad esempio alle forme di medio lungo termine come mutui e prestiti obbligazionari). Appare dunque scorretto assumere come rappresentazione del costo prospettico il dato del ROD che si basa su dati storici. Quello che nella prassi operativa viene fatto per risolvere questo problema è considerare i due elementi che influenzano il costo del debito, ovvero il già visto *free risk rate* e il *default spread*. Il secondo elemento varia ovviamente al variare del profilo di rischio del soggetto. Con l'introduzione di Basilea, è stato previsto la necessità di classificare ogni cliente bancario in base ad un livello di rating che fornisce la base per l'aggiornamento dei tassi da applicare al soggetto finanziato. Sulla correlazione tra la determinazione del tasso di rischio di un soggetto finanziato e fondamentali di bilancio Damodaran ha effettuato un interessante studio; per il settore americano il noto studioso di *corporate finance* ha calcolato un interest coverage ratio, rapportando EBIT e oneri finanziari, per indicare il grado di copertura degli interessi con la ricchezza generata. A certi valori di copertura sono stati fatti corrispondere tassi di default spread diversi, che rappresentano dunque diversi profili di rischio.²² Analisi di questa impostazione infatti permettono di attuare un processo di stima del costo del capitale di debito prospettico che siano correlati alle performances aziendali.

II.2.2.1.4 Tassi di sconto

Quando si fa riferimento ai tassi di sconto reali si fa riferimento alla nota equazione

²² I risultati dello studio condotto possono essere osservati in DAMODARAN A., *Damodaran On Valuation*.

$$r = i - \pi$$

oppure, più analiticamente, riferendosi alla nota formula di Fisher:

$$r = \frac{1+i}{1+\pi} - 1$$

dove:

r = tasso di sconto reale;

i = tasso di sconto nominale;

π = tasso di inflazione.

In base a quanto descritto, la metodologia di valutazione aziendale seguendo una metodologia a grandezza flusso, si differenzia a seconda della variante che viene utilizzata, di cui riportiamo le principali caratteristiche di seguito:

II.2.2.1.5 Metodo Reddittuale Semplice

Tale metodologia si basa sulla concezione del valore d'impresa come un *unico flusso* di natura economica. Con questa metodologia il valore aziendale viene stimato come capitalizzazione del flusso per un orizzonte di vita che di solito è illimitato.²³ Dal momento che il flusso capitalizzato è singolo, esso è istantaneo nel momento della valutazione. Questo porta ad un'operazione di depurazione del dato dall'effetto inflattivo, per avere un'analisi significativa. Il principio di coerenza richiamato precedentemente vincola allora l'utilizzo di un tasso di sconto reale se il flusso di riferimento ha la stessa natura. In base a quanto detto dunque il valore aziendale è determinato da:

$$W = \frac{UTILE}{Ke}$$

mentre se si fa riferimento ad un flusso al lordo della gestione finanziaria si dirà:

$$W = \frac{NOPLAT}{WACC} - PFN$$

dove:

²³ Ci si basa sul concetto di "perpetuità dell'azienda".

NOPLAT = net operating profits less than adjusted taxes;

PFN = posizione finanziaria netta.

II.2.2.1.6 Metodo Reddittuale Complesso

La metodologia complessa mantiene la stessa natura economica del flusso, come avviene per quella semplice, ma per arrivare alla stima del valore aziendale utilizza stavolta una serie di flussi distinti in un arco temporale delineato, che vengono *attualizzati* per fattori di sconto che possono anche essere diversi tra loro in base alla maggior o minore dilatazione temporale del flusso. Parlando di una serie di flussi che vengono collocati in istanti temporali diversi, appare scorretto, da un punto di vista concettuale, non considerare gli effetti di fenomeni inflattivi che risultano invece fortemente sensibili all'aumentare dell'arco temporale. I flussi di riferimento dunque stavolta avranno natura nominale e dunque anche i tassi di sconto di riferimento. Il valore aziendale scaturisce come una sommatoria dei flussi attualizzati presi in considerazione, in aggiunta di un valore finale aziendale, chiamato *terminal value*, che indica il valore dell'azienda oltre l'arco temporale di riferimento, chiamato arco delle previsioni analitiche. Il valore aziendale risulta:

$$W = \sum_{t=1}^k \frac{Rt}{(1+i)^t} + \frac{Tv}{(1+i)^n} \quad ^{24}$$

dove:

Rt = flusso reddituale atteso all'anno *t*, utile netto se approccio levered, NOPLAT altrimenti;

i = tasso di sconto, costo del capitale di proprietà in approccio levered, WACC se in approccio *unlevered*;

n = periodo delle previsione analitiche;

Tv = terminal value.

²⁴ Nel caso in cui, l'approccio sia levered o Asset side, al valore finale dell'Enterprise Value, va ovviamente sottratta la posizione finanziaria netta.

II.2.2.1.7 Metodo Finanziario Sintetico

Metodologia che utilizza la stessa impostazione della metodologia reddituale semplice, utilizzando però un flusso di cassa finanziario scaturito dal rendiconto finanziario aziendale.

II.2.2.1.8 Metodo Finanziario Analitico

Quanto detto circa il metodo finanziario sintetico può esser detto anche per il finanziario analitico rispetto alla metodologia reddituale complessa, della quale esso conserva lo stesso approccio se non per la differente natura del flusso di riferimento.

II.2.2.2 Metodologie patrimoniali

Le metodologie a grandezze stock invece, che prendono il nome di metodi patrimoniali, stimano il valore dell'azienda cambiando totalmente punto di osservazione; mentre i metodi flusso considerano come proxy del valore aziendale, la redditività generata dalla sua operatività, nei metodi stock la valutazione tende a determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa con la medesima struttura patrimoniale di quella oggetto di stima. La valutazione infatti viene proprio fatta guardando alla struttura aziendale e presenta carattere analitico, partendo da una valutazione dei singoli elementi patrimoniali, sia attivi che passivi, per ottenere il valore aziendale come somma algebrica degli stessi, che prende il nome di valore del capitale netto rettificato. Le rettifiche di valore fanno riferimento alla differenza di valore che si va generandosi tra il valore di bilancio delle poste patrimoniali societarie e il criterio dei valori correnti di sostituzione con il quale vengono riesaminati gli elementi patrimoniali. Esistono due tipologie di metodi patrimoniali, uno definito semplice, un altro definito complesso. La principale distinzione tra le versioni fa riferimento all'insieme di elementi che vengono considerati a contributo del valore patrimoniale aziendale. Si vedano di seguito brevemente i tratti salienti delle due metodologie.

II.2.2.2.1 Metodo Patrimoniale Semplice

La valutazione fatta in questa sede fa riferimento ai soli elementi patrimoniali iscritti nell'attivo e nel passivo dello stato patrimoniale di fine periodo. Gli elementi attivi vengono rivalutati a valori correnti di riacquisto sul mercato, o, nel caso in cui non siano

negoziabili sui mercati attivi, al valore di riproduzione. Le passività invece si basano su una rivalutazione a valori correnti di rinegoziazione. Le rettifiche che emergono dalla rivalutazione formano il valore aziendale. In particolare si ha:

$$W = K$$

dove:

W= valore d'azienda;

K= capitale netto rettificato.

La metodologia impone dunque un attento riesame di ogni singola classe patrimoniale applicando, caso per caso, un adeguato criterio ispirato al principio dei valori correnti di sostituzione o rinegoziazione. Vediamone brevemente alcuni esempi:

- Per le immobilizzazioni ad esempio ci si basa su una rivalutazione in base al valore di mercato, nel caso in cui l'utilizzo del cespite sia autonomo e vi sia dunque un mercato dell'usato (si pensi ad esempio ad un'automobile o a qualsiasi mezzo di movimentazione interno). Nel caso in cui non vi sia un mercato dell'usato di riferimento si fa riferimento ad un valore di riacquisto a nuovo nel caso in cui vi sia un cespite identico sul mercato, al quale ovviamente applicare una decurtazione tenendo conto della vita utile residua.
- Per le rimanenze si ha un differente metodo di valutazione a seconda che si parli di merci, le quali, se ancora negoziabili, vengono valutate al costo attuale di riacquisto, di prodotti in corso di lavorazione, valutati invece al criterio del costo di riproduzione o dello stato di avanzamento della commessa, e di prodotti finiti, valutati al costo di riproduzione più una quota di utile in formazione nel caso vi siano già ordinativi.
- I crediti vengono valutati, specialmente quelli di funzionamento, attualizzando il valore che verrà ottenuto a scadenza della dilazione, scontandolo per un tasso di rischio. In realtà, dal momento che si parla di tempi di dilazione di solito mensili, l'attualizzazione sposta molto poco i valori, dunque spesso si opta per un altro metodo per pesare il rischio finanziario del credito, attraverso un tasso di svalutazione del valore del credito in base alla classificazione del credito.

- Per i debiti si effettua lo stesso iter di crediti, con una valutazione basata sull'attualizzazione.

II.2.2.2 Metodo Patrimoniale Complesso

Questa metodologia concepisce il valore aziendale come il valore del capitale netto rettificato, trovato con le stesse metodologie del patrimoniale semplice, al quale stavolta viene aggiunta la valutazione anche dei beni immateriali o definiti *untangibles* di cui gode l'azienda target della valutazione. Si ha dunque:

$$W = K'$$

W = valore d'azienda;

K' = capitale netto rettificato sommato al valore dei beni immateriali²⁵.

Alcuni degli esempi che si hanno nella prassi operativa di valutazione di beni immateriali possono esser quelli di valutazione dell'autorizzazione nelle aziende commerciali al dettaglio oppure, spesso utilizzate nelle perizie degli istituti bancari, di valutazione della raccolta delle aziende bancarie.²⁶

II.2.2.3 Metodologie miste

Le metodologie miste invece si basano su un approccio appunto misto, di ispirazione sia reddituale che patrimoniale. Uno dei metodi più utilizzati ad esempio, quello misto con stima autonoma dell'avviamento, concepisce il valore aziendale come una somma di due valori ben precisi:

$$W = K + \frac{(R - K * i)}{r}$$

dove:

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio-normale atteso prospettico;

i = tasso di remunerazione normale del capitale di proprietà;

²⁵ I metodi di calcolo dei beni immateriali si dividono tra analitici e empirici.

²⁶ Si veda il lavoro svolto dal professor PROVASOLI nella stima dell'equo rapporto di cambio per il progetto di fusione tra "Banca Intesa" e "Sanpaolo Imi".

r = tasso di capitalizzazione dell'avviamento;
 $(R-K*i)$ = reddito differenziale.

Come si può vedere, il valore del capitale viene calcolato seguendo la metodologia patrimoniale al quale si aggiunge la stima dell'avviamento aziendale. L'avviamento, concepito come sovra-reddito raggiungibile dall'azienda, si basa sulla considerazione del reddito medio atteso ottenibile dall'azienda, che viene individuato appunto secondo l'approccio della metodologia flusso.²⁷

II.2.2.4 Metodo dei multipli di borsa

L'ultima metodologia a disposizione della valutazione d'azienda, è quella dei *multipli*, per la quale il valore dell'azienda è stimato facendo riferimento ai prezzi negoziati in Borsa o alle operazioni private per società comparabili a quella oggetto di stima. Come detto queste metodologie si basano su forti assunzioni di efficienza di mercati e sono utilizzati molto nelle valutazioni anglosassoni. Il multiplo di borsa viene utilizzato in questa sede come un moltiplicatore del valore di bilancio aziendale, per stimare il valore aziendale:

$$W = \text{valore di bilancio societario} * \text{valore del multiplo di borsa}$$

Il procedimento del metodo dei multipli consiste nell'individuazione di una serie di aziende comparabili per l'individuazione dei valori di borsa di riferimento. La selezione del paniere di *comparables* rappresenta un fattore di criticità importante e si basa sulla considerazione di alcuni parametri, qualitativi e quantitativi, quali ad esempio la redditività aziendale, parametri dimensionali come fatturato, capitale investito o composizione del passivo. Di solito quella che viene eseguita è un'analisi statistica per l'individuazione di *comparables* e multipli per i quali si nota la minor dispersione possibile dei dati. I multipli utilizzati possono essere suddivisi in due categorie che vengono brevemente esaminate di seguito.

²⁷ Altri metodi misti sono rappresentati dal "metodo del valore medio" e il "metodo dell'eva".

II.2.2.4.1 Multipli Asset Side

Si tratta di indicatori attraverso i quali si perviene alla stima dell'*enterprise value*, dunque le leve di riferimento devono essere coerenti con quest'ultimo. Tra i più utilizzati vi sono:

- *Ev/Ebit* : perviene alla stima dell'*enterprise value* rapportando il multiplo al valore del risultato operativo dell'impresa target.
- *Ev/Ebitda*: il valore del multiplo è rapportato al margine operativo lordo dell'impresa target.

II.2.2.4.2 Multipli Equity Side

Gli equity side permettono di stimare il valore dell'azienda, del suo equity. I principali sono:

- *P/E*: il *price on earnings* , si tratta forse del multiplo più lineare e di più facile utilizzo dal momento che dipende da un dato di facile reperibilità, come la capacità reddituale dell'azienda. Vi sono anche criticità nell'affidarsi al multiplo; l'utile infatti, scaturendo dalla parte finale del conto economico viene influenzato dai valori soprastanti che non sono solo oggettivi ma anche stimati soggettivamente (si pensi ad esempio alle rivalutazioni o ai valori non monetari in generale). Si tratta dunque di un multiplo che può subire forti influenze dalle politiche di bilancio.
- *P/S*: il *price on sales* ha il vantaggio di poter essere utilizzato anche per le aziende in perdita ed è un dato meno volatile dell'utile netto. Tale indicatore però non tiene conto dell'indebitamento e dunque per utilizzarlo in modo coerente le comparables devono avere la stessa struttura finanziaria della target, fattore che complica non poco la loro individuazione.
- *P/CF*: il *price on cash flows* è ovviamente meno sensibile alle politiche di bilancio e ai principi contabili, ma purtroppo risulta poco utilizzabile per la valutazione di start-up che difficilmente ottengono flussi positivi nei primi anni di vita.
- *P/BV*: il *price on book value* ha il vantaggio di far riferimento ad un dato veramente poco variabile, comprendendo anche il valore dell'avviamento. Si tratta di un dato molto utilizzato da banche e assicurazioni oltre che per le

aziende che presentano perdite di bilancio. Si tratta però di un indicatore non di performance e non è adatto per la valutazione di imprese con una debole patrimonializzazione.

Ciò che preme sottolineare delle metodologie di mercato come quella dei multipli è lo spostamento da un'ottica di lungo periodo ad una di *breve periodo*. Infatti, a differenza di metodi quale il DCF, dove l'azienda viene valutata in base alla capacità di generare flussi anche futuri, come visto, il multiplo fa riferimento ai valori borsistici e dunque ai valori correnti. Questo differente approccio ha portato spesso la prassi operativa ad utilizzare una combinazione delle due metodologie nelle perizie aziendali, in modo da ottenere valore congiunti che riflettano entrambe le prospettive di osservazione. Si crede inoltre che questo fattore abbia prodotto un vero e proprio *upgrade* dell'utilizzo dei metodi di mercato negli ultimi periodi, con un'attenzione e un suo utilizzo sempre più a livello di metodologia principale affiancandolo ai metodi più tradizionali, invece che essere utilizzato come un mero strumento di controllo²⁸.

II.3 La valutazione del danno : uno sguardo alla dottrina

Nonostante si stia parlando di un campo non ancora sviluppato in tutte le sue potenzialità, vi sono autorevoli interventi nella dottrina che vanno nella direzione comune di definire e riunire una serie di metodologie atte ad analizzare e stimare il *value of damage*. Come già detto precedentemente, l'ipotesi principale su cui impostare l'analisi è quella basata sul seguente interrogativo: “quale effettivamente è lo scostamento di valore e di risultato che un business subisce per un qualsiasi evento esterno rispetto a quello che si sarebbe potuto ottenere in una situazione di normalità, nella quale l'evento dannoso non si è verificato?”. Appare logico sostenere che la più significativa misurazione dell'evento dannoso consista proprio nella perdita che un'attività può subire dal raffronto di queste situazioni differenti, e che sia direttamente proporzionale all'ampiezza dello scostamento che si registra dal confronto dei diversi valori. Seguendo una delle impostazioni di maggior diffusione sul tema, si può interpretare lo studio di queste perdite come un insieme dei seguenti elementi essenziali:

²⁸ L'importanza via via crescente del metodo dei multipli si evince anche dalla scelta di Provasoli nella perizia sulla fusione Intesa-San Paolo, di utilizzare il metodo dei multipli come metodologia principale, affiancandola alla metodologia delle quotazioni di Borsa come metodologia di controllo. La scelta di eleggere il metodo dei multipli a metodo di controllo in una delle più importanti operazioni di valutazione dell'ultimo decennio della storia economica italiana ha prodotto infatti un'importante eco nei lavori di valutazione di questi ultimi anni.

- La quantificazione della riduzione di valore economico;
- Il calcolo dell'interesse sulle perdite pregresse;
- L'attualizzazione finanziaria delle perdite future.

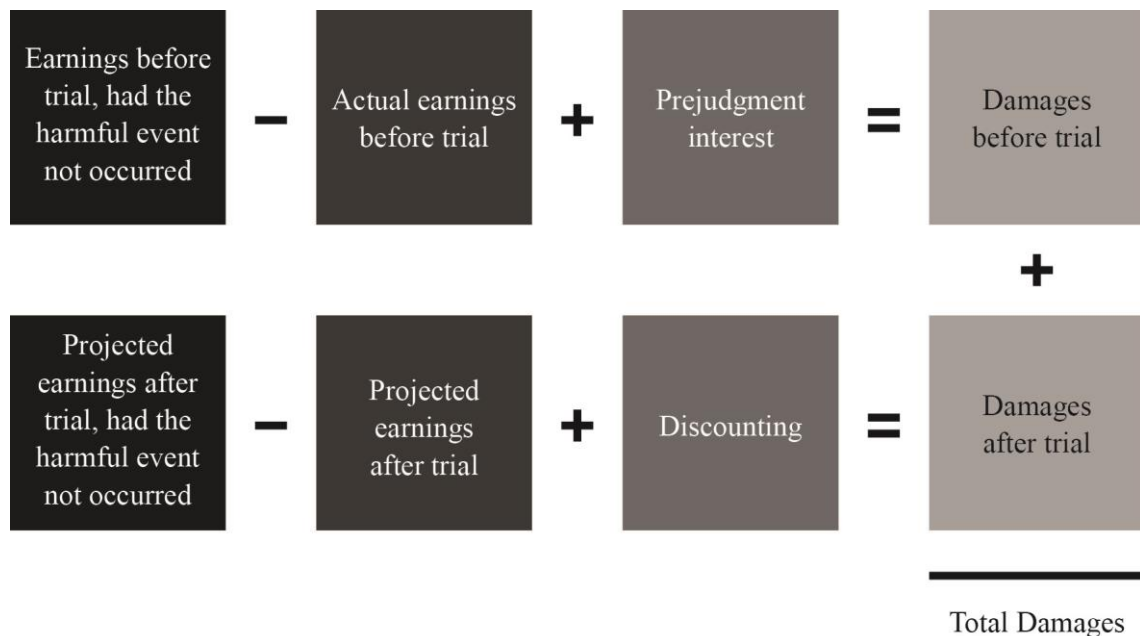


Figura 5: impostazione standard di analisi in una valutazione sul danno (fonte : HALL, Reference Guide on Estimation of Economic Damages)

Quello che dunque normalmente viene fatto è individuare le perdite come una differenza di valore tra i flussi o i guadagni che il richiedente risarcimento avrebbe percepito nel caso l'evento non si fosse verificato e ciò che invece ha ottenuto od otterrà effettivamente dato l'evento dannoso. Il richiedente potrebbe anche essere interessato alla valutazione delle perdite occorse prima del processo. Nella determinazioni delle perdite pregresse solitamente esse vengono attualizzate al momento del processo. Nella determinazione del danno il richiedente potrebbe anche comprendere l'intervallo di tempo, definito *prejudgment*, che intercorre tra la data del processo e quella nella quale la controparte risarcirà il danno. La dottrina di riferimento, rappresentata in particolare negli studi di *Hall, Pratt e Gaughan*,²⁹ individua due diverse tipologie di impostazione dell'analisi nella determinazione del danno:

- Un approccio “di mercato”, che utilizza principalmente le informazioni ed i prezzi correnti per stimare direttamente il danno;

²⁹ Si vedano riferimenti bibliografici nella bibliografia e in passaggi precedenti

- Un approccio “di reddito”, nel quale si individua la perdita come una serie di flussi differenziali non ottenuti a causa dell’avvenimento dannoso, serie che poi viene attualizzata alla data di valutazione ottenendone il valore attuale.

L’utilizzo e la scelta sull’approccio da seguire risulta probabilmente uno dei punti più delicati del lavoro, esattamente come avviene nelle altre tipologie di interventi valutativi, dove si richiede una comprovata esperienza di giudizio. Il perito valutatore può implementare un *market approach* attraverso le seguenti analisi:

- Trasmettere sulla target dati relativi ad aziende *comparables*;
- Utilizzare informazioni di bilancio quali ad esempio assets o passività;
- Utilizzare ratios di valutazioni di *comparables* per misurare le perdite;
- Elaborare giudizi di valutazione dinamici e sensibili al cambiamento delle informazioni e notizie del mercato.

I differenti metodi invece attraverso i quali il perito può implementare un *income approach*, basato su una logica DCF, per la determinazione del danno includono:

- Effettuare una proiezione costi-ricavi con e senza l’evento dannoso;
- Adeguare il valore dei flussi e del *present value* a tassi di inflazione o di interesse reali;
- Prevedere i flussi in base a logiche di capitalizzazione.

Nonostante i metodi possano essere diversi ed utilizzare diverse informazioni circa l’azienda target, dovrebbero portare entrambi all’incirca agli stessi risultati.

II.3.1 Quantificazione del danno con il market approach

Un esperto può, a seconda dei casi, misurare i danni derivanti da un evento ostacolante esterno direttamente dai prezzi e valori di mercato. Si prenda, ad esempio, un caso nel quale una negligenza di un soggetto causi la totale distruzione di un carico di avena del richiedente il risarcimento, e che tale carico abbia un valore di 17 milioni di dollari stando al corrente valore di mercato dell’avena; in tal caso l’unico compito dell’esperto dovrebbe essere quello di equiparare il danno all’equivalente economico del valore del carico al momento del processo, attraverso un adeguamento che consideri l’interesse finanziario del tempo. In molti casi però non si fa un esclusivo riferimento al prezzo di mercato, o quanto meno non viene applicato direttamente. Infatti il prezzo del prodotto

o dell'oggetto da valutare potrebbe non essere desumibile dal mercato, ma potenzialmente approssimabile dall'esperto dal prezzo di prodotti simili. Le valutazioni basate su una stima approssimativa del danno solitamente consistono in due step distinti; in prima analisi, attraverso una difficile scelta di *comparables*, si cerca di eseguire una stima della proprietà del bene o del prodotto. La seconda fase del lavoro nella stima approssimativa del danno consiste nell'aggiustamento, rispetto alla target, del valore trovato grazie all'analisi delle *comparables*, attraverso l'utilizzo di precisi ratios valutativi. A titolo di esempio, per questa procedura, si osservi il seguente caso di ispirazione reale: La Oil Company, azienda nel settore dei carburanti, priva un operatore dei benefici derivanti dal business degli operatori delle stazioni di servizio. Lo studio, effettuato dalla Oil Company, parte dal calcolo di un particolare ratio, ovvero del guadagno che si ottiene per ogni gallone venduto, calcolato sulla base delle informazioni e i dati relativi alle cinque stazioni di servizio più vicine alla richiedente risarcimento, trovando un valore di \$0,26 per gallone all'anno. L'operatore vende 1,6 milioni di galloni all'anno, con un valore del business dunque di circa $\$0,26 * 1.600.000 = \416.000 , secondo quanto riportato dall'esperto nominato dalla Oil Company. L'esperto nominato dall'operatore però specifica che il ratio utilizzato dalla Oil Company non tiene conto di un nuovo operatore di dimensioni maggiori insediatosi nella zona. Perciò, il valore di remuneratività delle vendite sul carburante doveva essere incrementato al \$0,30. La valutazione dell'esperto dell'operatore dunque attesta il valore del business a $\$0,30 * 1.600.000 = \480.000 . Spesso però, se l'approccio di stima risulta adeguato, il richiedente non soffre della perdita totale del business ma di una sua diminuzione di valore. In questo caso, il perito dovrà adattare la stima per misurare la perdita basandosi sull' *impairment*. Un altro punto di analisi interessante di questa metodologia è la necessità di effettuare degli aggiustamenti nella determinazione del valore del danno in base ad alcuni elementi aleatori di frizione del mercato. Tali elementi di frizione sono tutto ciò che non permette ad un mercato di essere competitivo da un punto di vista dottrinale.³⁰ Spesso come già detto, i mercati non riflettono infatti valori reali degli assets negoziati. Un'adeguata valutazione sulla base di approcci di mercato devono tener conto di questi elementi.

³⁰ Si fa riferimento alle ipotesi di macroeconomia classica sulla perfetta concorrenza dei mercati: un ampio numero di compratori e venditori di un prodotto omogeneo; assenza di asimmetrie informative e un'assenza di barriere di entrata ed uscita.

II.3.2 Quantificazione del danno con l'income approach

Il principio fondamentale di questo secondo approccio è il medesimo delle metodologie flusso viste sopra; il valore di un business è dato dal valore attuale dei suoi flussi attesi, qualsiasi sia la loro natura. Il metodo principalmente utilizzato in questo ambito è il *before-and-after method*. La figura 5 rappresenta un classico schema di lavoro per le perizie che si basano su questo approccio valutativo. Come già ampiamente detto, il *before-and-after* presuppone una previsione delle operazioni che l'azienda target avrebbe messo in atto nel caso in cui non si fosse verificato nessun evento dannoso. I fondamentali così previsti dovranno essere comparati con quelli ottenuti effettivamente con il verificarsi del danno. Il successo di questo approccio dipende, come si può immaginare, dalla capacità dell'esperto di mettere in piedi un adeguato sistema di previsioni ed *assumptions* a supporto dell'analisi. I profitti perduti saranno rappresentati dal valore attuale della differenza tra le performances attese dell'azienda senza l'evento e quelle attuali. Il *before-and-after* presuppone un'analisi ed elaborazione dei flussi di cassa dell'azienda delle due situazioni, la cui differenza viene attualizzata fino al momento del processo per determinare la perdita. Le analisi comparative possono però essere fatte tenendo conto altri parametri come il fatturato, i costi o i margini.³¹ Se l'analisi, prendesse in considerazione ad esempio la perdita di fatturato intercorsa nel periodo di avvenimento dell'evento dannoso, potrebbe essere utile rapportare la serie di ricavi ottenuti dalla richiedente risarcimento con una proxy di riferimento, come ad esempio il fatturato del comparto di mercato per identificare la perdita subita.

³¹ Si veda da questo punto di vista il caso Italsgabeton presentato successivamente



Figura 6a: fatturati azienda richiedente risarcimento

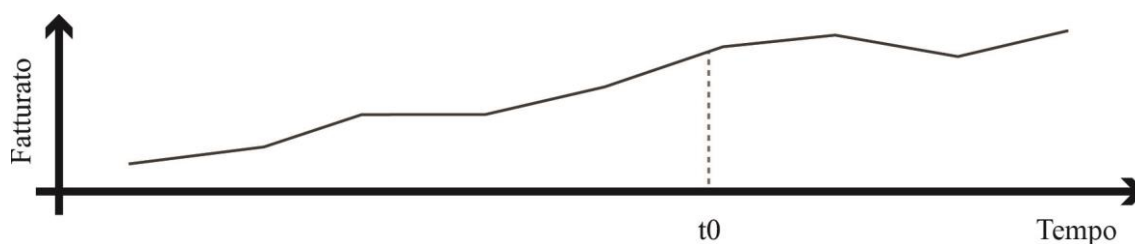


Figura 6b: fatturati comparto di mercato

In questo caso (figura 6a) si nota come l'azienda registrerebbe una perdita di crescita dei fatturati nel momento in cui si verifica l'evento dannoso (t_0) rispetto a quella registrata dal mercato. (6b) Si potrebbe dunque supporre che la misurazione del danno possa essere identificata da questa perdita dei volumi di fatturato, attualizzata al periodo t_0 di accadimento dell'evento. I dati e la documentazione sulla base dei quali effettuare le proiezioni dei risultati attesi in assenza di verifica del danno possono essere molteplici; dai business plans e bilanci aziendali, fino a modelli econometrici e statistici più o meno avanzati come le regressioni e le interpolazioni. (GAUGHAN P.) Sebbene non vi sia ancora sviluppata una corposa dottrina di riferimento, soprattutto nell'ambito italiano ed europeo, attraverso l'analisi di alcuni casi di perizia si può sicuramente tracciare un'inclinazione, nella prassi operativa, all'utilizzo di metodologie di ispirazione *before-and-after* nella stima del danno, come si può osservare dalla casistica presentata successivamente.

II.3.3 Danno emergente e lucro cessante in una logica income

Appare interessante riflettere in questa sede, su come possa essere applicata un'analisi "*before-and-after*" di determinazione del danno in un contezioso legale nel quale vi è una necessità di avere una stima dell'entità degli effetti dannosi di un evento esterno per formulare una richiesta di risarcimento danni. L'ammontare del risarcimento dovrebbe essere individuato dal tribunale che gestisce la causa, in modo che esso possa mettere il richiedente risarcimento nella posizione finanziaria che avrebbe avuto in assenza

dell'evento dannoso. Tale metodo di compensazione sarebbe finalizzato al rimborso del richiedente per la perdita dei profitti avvenuta nel periodo di accadimento del danno. Risulta però chiaro che per determinare questo ammontare ci si deve necessariamente chiedere quali siano i profitti che si sarebbero verificati in questo lasso di tempo. Spesso, le corti di tribunale, forse concependo l'economia come essenzialmente statica, si basano su una estensione dei risultati sostanzialmente costante, basata su valori di flussi medi da rilevazioni storiche. Una proiezione di questo tipo non tiene però conto del fatto che solitamente i flussi sono soggetti a crescite nel corso del tempo. In situazioni del genere si richiede dunque un'analisi differente, rappresentata dalla figura 6, che tenga conto di questi fattori di notevole importanza. Si consideri infatti la linea FJ come la continuazione degli attuali flussi generati dal *plaintiff*. Tale progressione è un'approssimazione dei guadagni netti nel caso percepiti dall'azienda senza considerare nessun tipo di "interferenza" legale. I guadagni netti attuali invece sono rappresentati dal segmento EFG e sono ovviamente progressivamente decrescenti in quanto influenzati dall'evento dannoso, occorso in data F. Tali guadagni potrebbero potenzialmente continuare a decrescere quanto meno fino alla data del processo (trial), rappresentata dall'asse JG. Quello che si potrebbe osservare è che l'ammontare del danno attuale possa essere interpretato come la differenza tra l'estensione della proiezione dei guadagni netti medi "statici" CD e il progressivo decrescere dei guadagni attuali CG, rappresentata dall'area CDG. Per rimborsare però tutti i guadagni persi fino alla data del processo (JG), è necessario destinare al richiedente un ammontare pari all'area FGJ, ovvero la differenza che l'azienda registra rapportando la proiezione dei guadagni attesi sino alla data del processo FJ e i guadagni attuali (FG). Il triangolo individuato da FGJ rappresenta infatti la ragionevole probabile perdita di guadagni causata dal danno e rappresenta il totale risarcimento fino al momento del processo. Ma il risarcimento così individuato, sarebbe ritenuto congruo e soddisfacente soltanto se le perdite del business fossero esclusivamente temporanee e completamente esaurite per la data del processo, avendo dunque esclusivamente una componente di danno emergente. Quello che però emerge dalla realtà operativa e giurisprudenziale, come visto in precedenza, è che non sia certo inopportuno supporre che gli effetti negativi di un evento aleatorio esterno possano continuare nel tempo, anche oltre la data del processo. Si pensi infatti ad un evento dannoso che costringa un'azienda alfa a vedersi ridurre, in modo costante, le proprie fette di mercato; diventa sicuramente difficile ritenere che un effetto del genere possa esaurirsi alla data del processo, ma è altamente probabile che

perduri nel tempo, con orizzonti di durata difficilmente circoscrivibili. La perdita di valore continua alla quale potrebbe essere soggetta l'azienda può essere mostrata attraverso la differenza tra le proiezioni sui flussi attesi oltre la data del processo in assenza dell'evento dannoso (JKK_2) e le proiezioni oltre la data del processo sui flussi netti attuali con evento dannoso occorso (GHH_2). Tale perdita potrebbe infatti essere continua e potrebbe non regredire mai (come suggerito dalle due rette di proiezione KK_2 e HH_2 che potrebbero non incontrarsi). In questo modo si otterrebbe una componente di danno che va ben oltre le condizioni attuali, ma che potrebbe proiettarsi nel tempo. Tale analisi descrive effettivamente un lucro cessante, un mancato guadagno che fa riferimento non più a condizioni attuali, ma future. Il valore così individuato dovrebbe ovviamente essere adeguatamente attualizzato alla data del processo, in modo da esprimere il valore monetario oggi di una perdita futura. L'ammontare attualizzato, qualora risulti adeguato ad esser soggetto a risarcimento, andrebbe dunque aggiunto al triangolo dei guadagni persi da danni temporanei (FGJ). Si capisce come un'analisi del genere richieda sicuramente un giudizio esperto e una non facile determinazione circa l'ammontare degli effetti continui del danno. Un'analisi che non tenga conto dell'aspetto legato ad una stima e approssimazione del lucro cessante porterebbe ad un grave errore legale: riconoscere un risarcimento ben lontano dal compensare adeguatamente ogni danno subito, con conseguenze difficilmente immaginabili.

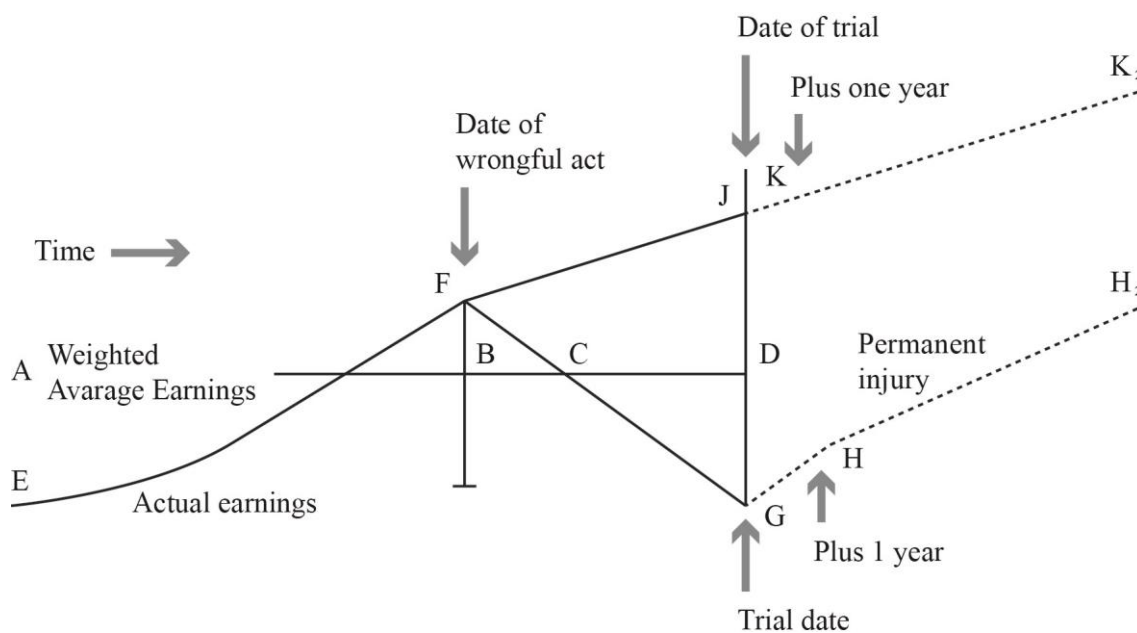


Figura 7: valutazione del danno in ipotesi di processo legale. (fonte Norman L., The Measurement of Damages: An Economist's View, Ohio State University, Knowledge Bank)

In conclusione:

- Una soluzione legale inadeguata sarebbe quella di considerare solo gli effetti temporanei del danno, in un'ottica per giunta di stabilità dei guadagni che si avrebbero senza evento dannoso, supportata solo dall'analisi della serie storica. CDG;
- Una soluzione legale che tenga invece conto del “completo valore del danno” dovrebbe essere rappresentata dal risarcimento rappresentato dall'area FJG, ovvero per il danno emergente tenendo conto delle possibilità di crescita dei guadagni che si avrebbero senza evento dannoso, in aggiunta ad un ulteriore compenso per le perdite future oltre la data del processo, adeguatamente attualizzate alla data del trial.

Le riflessioni appena proposte permettono di individuare i fattori che stanno alla base delle scelte dei consulenti di valutare, con non poche difficoltà, insieme al danno emergente anche il lucro cessante, come mostrato dai casi operativi successivi e come è stato fatto per la valutazione del danno della Fashion Inc. srl.

II.4 Stima del danno e valutazione d'azienda nella prassi operativa

Quando si parla di valutazione d'azienda come strumento per la misurazione di un evento dannoso e delle sue conseguenze si apre sicuramente un filone alquanto interessante. Non sono pochi infatti i casi che si riscontrano nella realtà e nei procedimenti legali di risarcimento. La prassi offre diversi approcci di lavoro che vale la pena osservare attraverso l'analisi di alcuni casi di seguito presentati.

II.4.1 Caso Italgasbeton S.p.a

Il primo caso che si pone all'attenzione riguarda il lavoro di perizia eseguito dal prof. *Michele Costabile*, professore ordinario di “Economia e Gestione delle Imprese” nella facoltà di Economia dell'Università della Calabria e dal prof. *Francesco Ricotta*, professore associato di “Economia e Gestione delle Imprese” della facoltà di Economia dell'Università “La Sapienza” di Roma, per conto dell'amministratore unico della società “Italgasbeton S.p.a” nella valutazione del danno subito dalla stessa, a seguito dell'abuso di posizione dominante e degli atti di concorrenza sleale da parte di “RDB S.p.a” e di “RDB Hebel S.p.a, indicate d'ora in avanti come RDB. Le due imprese operavano nel mercato del Calcestruzzo Cellulare Autoclavato (CCA) per l'edilizia. Nel

2007, all'epoca della relazione di stima, le società che operavano in questo settore erano principalmente quattro, tra le quali figuravano sia Italgasbeton, sia RDB, che dopo un iter di acquisizioni strategiche cominciato negli anni '70 arrivò a controllare circa l'80% del mercato italiano di riferimento nel 2007. Nella dinamica di mercato dell'epoca Italgasbeton era sicuramente uno dei più piccoli player, quanto meno in termini dimensionali del business, nonostante potesse godere di più ampi margini di crescita dati dalla scelta di differenziare il prodotto rispetto a quello del colosso RDB, proponendo una particolare tipologia di calcestruzzo a "base calce" con un maggior impiego di sabbia rispetto allo standard di riferimento, il calcestruzzo a "base cemento" della RDB. La scelta in questione aveva dato risultati soddisfacenti in termini di redditività, visti i minor costi di produzione relativi al minor impiego di materiali quali il cemento. L'azienda, rispetto ai competitors, adibiva ingenti risorse alla Ricerca e Sviluppo, fino ad un'incidenza nel 2007 del 7% sul totale del fatturato. (Fonte : Costabile M., Ricotta F., *Perizia di Valutazione del Danno subito da ITALGASBETON S.p.a. a seguito degli atti di concorrenza sleale da parte di RDB*, Roma 2007.) Questo sforzo si traduceva in una posizione importante sul fronte delle nuove tecnologie e nella gestione di numerosi brevetti innovativi. L'implementazione di una forte funzione di marketing, affiancata alla R&S permettevano alla Italgasbeton di essere in perfetta armonia con le nuove tendenze del mercato, offrendo un prodotto più remunerativo e meno costoso dello standard dei player maggiori. Le performance commerciali della società erano caratterizzate da una sostanziale crescita dal 1996 al 2004, rappresentata da un tasso medio positivo dell'11% annuo, con un picco incentrato tutto sul biennio finale della serie storica, 2003-2004. Le performance economico-finanziarie dell'azienda risultavano inoltre solide e con crescite in linea all'andamento economico, con un EBITDA sempre positivo ed in crescita, eccezion fatta per il 2003, anno nel quale vennero indirizzati tutti gli sforzi di marketing e R&S di cui si faceva menzione sopra, con un incremento dunque importante del costo lavoro. L'azienda in questo arco temporale mostrava inoltre una struttura finanziaria sempre più indebitata, con un ricorso alle fonti di terzi per finanziare la crescita ed il piano di investimenti nel nuovo prodotto. Quello che successe alle porte del 2004 fu un progressivo porre in essere, da parte di RDB e di un altro grande player del settore, "Xella S.p.a", un'intesa restrittiva della concorrenza che ebbe ad oggetto « *un coordinamento delle rispettive strategie commerciali al fine della monopolizzazione del mercato italiano del CCA e la sua ripartizione, nonché la compartimentazione del medesimo rispetto ad altri mercati.*».

(Istruttoria Autorità Antitrust, par. 184). Tale intesa era finalizzata a rafforzare le vendite dei due gruppi, che peraltro già controllavano una quota dell'80% del mercato, a danno dei concorrenti di minori dimensioni e secondo Costabile e Ricotta, in ultima analisi anche degli acquirenti. (Cfr Perizia ITALGSBETON, pag 30.). A conferma di tali fatti l'Antitrust ottenne documentazioni probanti, quali scambi di informazioni di interesse strategico tra le due imprese, per il coordinamento delle relative strategie commerciali. Nello specifico, nell'istruttoria si parla di scambio di documenti di strategie di prezzo, di dati mensili e trimestrali di vendita reciproci, e di continui e costanti rapporti epistolari ed incontri tra i top manager delle due società in questione. Inoltre RDB, come descritto in precedenza, deteneva una posizione dominante nel settore CCA, con una quota di mercato che nel 2003-2005 oscillava tra il 57% e il 73%. Sfruttando tali asimmetrie informative la RDB nell'anno 2005 avviò una strategia predatoria volta a praticare ai clienti di Italgasbeton prezzi significativamente più bassi rispetto alla media di mercato, accettando di sostenere perdite, ovvero registrare una riduzione del margine, pur di consolidare la posizione di leadership assoluta. Gli indizi e le manovre di RDB di abuso di posizione dominante, secondo l'Antitrust furono da rilevare in azioni quali l'utilizzo di una politica di prezzi selettivi con particolare riferimento ai clienti presenti nel Centro-Sud con un utilizzo di prezzi particolarmente aggressivi verso i clienti di Italgasbeton, grazie anche ad un piano commerciale strutturato volto a identificare i clienti del piccolo competitor nazionale sui quali intervenire con proposte ad hoc e finalizzate al depauperamento del suo portafoglio clienti. Inoltre pare che RDB mise in atto anche diffusioni di informazioni per screditare volutamente la società sul mercato. Furono registrate anche operazioni di storno dipendenti e clienti. Gli atti descritti provocarono effetti immediati su Italgasbeton: riduzioni delle vendite, contrazione delle quote di mercato³², peggioramento della qualità del portafoglio clienti nonché rilevanti e perduranti danni al patrimonio immateriale della società. Nel lavoro di perizia i due esperti analizzarono le classi di danno subite dalla società e ricondussero le aree di danno ai seguenti eventi:

- Perdita dei fatturati e dei margini per il biennio 2005-2006;

³² Le indagini condotte dall'Autorità Antitrust posero in evidenza come, nel periodo compreso tra il 2004 ed il 2005, la quota di mercato di RDB crebbe di circa il 12% mentre quella di ITALGASBETON si ridusse del

3,8%. Un così marcato incremento di RDB è attribuibile per una percentuale di circa il 10/12% all'acquisizione

di Italsiporex, mentre il rimanente 2,4% fu conseguito aggredendo in prevalenza Italgasbeton (Par. 167 dell'Istruttoria della Autorità Antitrust).

- Minori margini, derivanti dalla perdita differenziale di clienti, proiettata per la longevità media prospettica del portafoglio clienti di Italgasbeton, opportunamente attualizzati;
- Minori margini derivanti dalle mancate opportunità di sviluppo che Italgasbeton avrebbe potuto realizzare se la base clienti non fosse stata “destabilizzata” dalle dinamiche competitive sleali, e dunque se non si fosse registrato un minor tasso di fidelizzazione dei clienti(CRR) a seguito dei comportamenti di RDB;
- Minore capacità di attrazione di nuovi clienti nel biennio 2005 e 2006 derivanti dalla denigrazione subita da Italgasbeton;
- Minori margini realizzati dall’inizio del 2007 a seguito dell’accordo con PICA S.p.a., concluso da Italgasbeton in condizioni di debolezza negoziale, e dunque a un prezzo inferiore a quello che si sarebbe potuto praticare in assenza del danno d’immagine provocato da RDB;
- Perdita di valore che la marca Iperblock subirà a ragione del mancato utilizzo ossia della parziale sostituzione con la marca Picablock;
- Minori opportunità di sviluppo delle performance derivanti dalla parziale sostituzione di Iperblock con Picablock, e dunque dalla impossibilità di capitalizzare nella marca di Italgasbeton gli investimenti tecnologici e commerciali generalmente volti a sviluppare i potenziali di differenziazione, allungamento, estensione e apprendimento della marca.

È interessante come all’interno del lavoro di perizia, gli autori intendano precisare che *« [...] non tutte le aree di danno sono state oggetto di quantificazione e valorizzazione economica. Ciò in quanto le stime con i dati e i metodi disponibili non avrebbero consentito una valutazione peritale rispettosa dei principi di validità e affidabilità. Per le aree di danno che non sono state oggetto di quantificazione economica, pertanto, la descrizione dei metodi è stata condotta in via estremamente sintetica. »* (Cfr. Costabile M., Ricotta F., *Perizia di Valutazione del Danno subito da ITALGASBETON S.p.a. a seguito degli atti di concorrenza sleale da parte di RDB*, pag 47.) Quando si parla infatti di principi di validità e affidabilità non si fa che richiamare quello che deve essere il carattere fondante del danno al fine della sua risarcibilità, fondante anche da un punto di vista legale come visto nel primo capitolo, di certezza del danno.

II.4.1.1 Perdita dei fatturati e dei margini

Per quello che riguarda la stima dei danni derivanti dalla perdita dei fatturati dei margini nel biennio 2005-2006, quello che viene fatto dagli esperti, è basarsi su un metodo fondato sulla stima del valore attuale dei margini perduti dall'impresa a seguito degli atti di concorrenza sleale. Si dice infatti « *In linea di principio il metodo propone di misurare i margini conseguiti dall'impresa danneggiata prima dell'atto lesivo, in modo che dal confronto con quelli ottenuti dopo la condotta pregiudizievole emerga la quantificazione economica del danno subito. Tali margini opportunamente trattati in funzione del loro manifestarsi nel tempo (rivalutati o attualizzati) esprimono la valorizzazione monetaria del danno.* ». (Cfr. Costabile M., Ricotta F., *Perizia di Valutazione del Danno subito da ITALGASBETON S.p.a. a seguito degli atti di concorrenza sleale da parte di RDB*, pag 48 e ss.). L'attualizzazione dei margini differenziali tra lo scenario ante e post- concorrenza sleale identifica con miglior approssimazione il danno subito dall'azienda. L'analisi in questione è caratterizzata da due fasi, l'individuazione dei margini differenziali e la stima dei tassi di attualizzazione. per la prima fase dopo un attenta analisi degli andamenti di settore, in base anche della crescita storica dei fatturati e dei margini dell'azienda sono stati proiettati dei tassi di crescita ritenuti, di crescita fisiologica dell'azienda in assenza degli atti di concorrenza sleale da parte di RDB, messi poi a confronto con i margini ottenuti effettivamente dalla società. Dopodichè gli esperti, attraverso una puntuale analisi della struttura finanziaria della società e con l'utilizzo del CAPM, sono giunti alla stima del weighted average cost of capital, scelto come tasso di attualizzazione dei flussi differenziali. Quello che venne fatto dunque, è stato seguire un approccio DCF dei margini differenziali, i cui risultati sono presentati di seguito

| Anno | Perdita margini | Perdita fatturato | Tasso di capitalizzazione | Valore attuale |
|--------|-----------------|-------------------|---------------------------|----------------|
| 2005 | 121.466 | 669.607 | 1,18 | 934.708 |
| 2006 | 443.056 | 941.324 | 1,09 | 1.504.821 |
| Totale | | | | 2.439.529 |

Tabella I : Quantificazione danno da perdita redditività prodotto principale, cifre in euro (fonte perizia Italsgabeton)

| Prodotto | Anno | Perdita fatturato | Tasso di capitalizzazione | Valore attuale |
|----------|------|-------------------|---------------------------|----------------|
| KLB-RSB | 2005 | 8.633 | 1,18 | 10.211 |
| Iperterm | 2005 | 84.716 | 1,18 | 100.098 |
| Lettiere | 2005 | 15.034 | 1,18 | 17.764 |
| KLB-RSB | 2006 | 14.426 | 1,09 | 15.485 |
| Iperterm | 2006 | 351.215 | 1,09 | 381.771 |
| Lettiere | 2006 | 27.795 | 1,09 | 30.213 |
| Totale | | | | 555.542 |

Tabella II: Danni per perdita di fatturato e redditività per i prodotti complementari, cifre in euro (fonte perizia Italsgabeton)

Con un danno complessivo connesso alla perdita di fatturato e margini per il biennio 2005-2006 pari a 2.995.071 euro.

II.4.1.2 Perdita di avviamento nelle relazioni con i clienti

La valutazione del danno connesso invece alla perdita di avviamento nelle relazioni con i clienti è stata effettuata misurando il valore attuale del portafoglio clienti. Attraverso infatti l'analisi dei dati forniti dalla società, gli esperti hanno ricostruito *l'indice di longevità media prospettica* (LMP). Dopo aver individuato il fatturato medio per cliente di portafoglio e la perdita, misurata in numero clienti, attraverso il rapporto tra i due elementi, gli esperti sono giunti alla stima del fatturato perso per riduzione di fedeltà, sia per l'anno 2005 sia per l'anno 2006. Applicando a questo dato il margine stimato essere quello di crescita fisiologica in assenza degli attacchi sleali, si è arrivati alla stima dei danni derivanti dalla perdita di avviamento nelle relazioni con i clienti, opportunamente attualizzato per i fattori già visti. Il tutto portando ad una stima del danno pari a 1.260.428 euro. Si veda nel dettaglio la tabella sottostante:

| | 2005 | 2006 |
|---------------------------------------|---------|-----------|
| Clienti persi causa RDB | 61 | 61 |
| Fatturato medio per cliente | 6.600 | 6.600 |
| Fatturato perso per riduzione fedeltà | 402.600 | 402.600 |
| Margini | 48% | 48% |
| Mancati Margini | 192.248 | 192.248 |
| Tasso | 8,70% | 8,70% |
| Durata media prospettica relazione | 4 | 4 |
| Fattore di attualizzazione | 3,26 | 3,26 |
| Valutazione del danno | 630.214 | 630.214 |
| Totale | | 1.260.428 |

Tabella III : valutazione del danno per perdita di avviamento di relazioni con i clienti, cifre in euro (fonte perizia Italsgabeton)

II.4.1.3 Danno all'immagine

I periti nella quantificazione del danno all'immagine hanno effettuato una scorporazione del danno in due elementi distinti. Il danno derivante dalla minore capacità di attrarre nuovi clienti e il danno derivante da una ridotta capacità negoziale. Per la prima componente partendo dal dato del fatturato medio per cliente nel periodo antecedente alle azioni RDB, Costabile e Ricotta hanno individuato il tasso di attrazione dei nuovi clienti nel medesimo periodo, individuando il danno, *sempre con una concezione di attualizzazione di flussi differenziali*, in 1.298.000 euro circa, come riportato di seguito:

| | 2005 | 2006 |
|---------------------------------|---------|-----------|
| Stima clienti non acquisiti | 138 | 227 |
| Fatturato stimato nuovi clienti | 910.800 | 1.498.200 |
| Margine di contribuzione medio | 48% | 48% |
| Danno a valori storici | 437.184 | 719.136 |
| Fattore di attualizzazione | 1,18 | 1,09 |
| Valore attuale | 516.563 | 781.700 |
| Totale | | 1.298.263 |

Tabella IV: valutazione del danno dalla minore capacità di attrarre nuovi clienti, cifre in euro (fonte perizia Italsgabeton)

I periti nell'analisi della seconda componente hanno esaminato i prezzi medi di vendita dei prodotti dei player del settore, registrando una contrazione nel prezzo di vendita dei

contratti stipulati per il prodotto Iperblock.³³ Proiettando anche in questo caso il margine di contribuzione ottenuto da Italgasbeton del 48% pre-atti sleali, la relazione attesta un prezzo teorico atteso per il prodotto iperblock, di 62 euro circa/ m³. I periti collocano il prezzo effettivo che avrebbe dovuto avere il prodotto tra il massimo teorico di 62 euro, e il minimo di riserva di 53 euro, arrivando ad un prezzo effettivo, in assenza di comportamenti sleali di 58 euro/ m³, individuando dunque una perdita di margine di circa 4 euro/ m³. Proiettando il dato per l'arco 2007-2009, durata del contratto con il più importante cliente dell'azienda, i periti, seguendo lo stesso approccio di DCF sui flussi differenziali ottengono una stima di 2.671.000 euro circa per il danno derivante dalla perdita di potere negoziale.

| | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|---------|---------|-----------|
| Volumi di vendita concordati | 150.000 | 200.000 | 280.000 |
| Minori margini | 4,68% | 4,68% | 4,68% |
| Danno | 701.832 | 935.776 | 1.310.086 |
| Fattore di attualizzazione | 1,00 | 0,92 | 0,85 |
| Valore attuale | 701.832 | 860.879 | 1.108.768 |
| Totale | | | 2.671.479 |

Tabella V : valutazione del danno da perdita di potere negoziale, cifre in euro (fonte perizia Italgasbeton)

Costabile e Ricotta arrivano dunque ad una stima finale del danno, nel suo ammontare complessivo, per 8.220.000 euro. Il caso proposto risulta interessante se lo si osserva nell'ottica delle metodologie utilizzate, tutte di ispirazione *Discounted Cash Flows*. Appare infatti lecito sostenere che l'utilizzo di un approccio basato sulla individuazione di flussi differenziali, ottenuti come differenza tra i flussi ottenibili da un dato soggetto economico prima e dopo un evento dannoso, e la loro attualizzazione secondo mirati fattori di sconto, risulti nella prassi operativa un riconosciuto strumento di misurazione del danno in ottica della sua risarcibilità.

II.4.2 Caso FEDERBANCARI

Un altro caso interessante è rappresentato dalla perizia eseguita dal dott. *Roberto Ferrò* per la stima del danno patrimoniale subito dalla "FEDERBANCARI"-Federazione Nazionale Sindacati Bancari a causa di una controversia relativa all'atto di unione stipulato tra la FEDERBANCARI e la "F.A.S.I.B"- Federazione Autonomia Sindacati

³³ La perizia parla di un prezzo di vendita nel 2005 di 53/m³ rispetto ai 74 euro/m³ di RDB.

Italiani Bancari, stipulato il 17 Ottobre 1984, alla presenza del Segretario Generale della “CONF.SAL”-Federazione Autonoma Sindacati Italiani Bancari, presso la sede “CONF.SAL” a Roma. Tale atto venne negato nel 1985 dal Congresso Nazionale dei soci FEDERBANCARI. Nell’agosto del 1984 FEDERBANCARI scrisse all’ASSICREDITO (oggi ABI) per concordare la data di sottoscrizione del CCNL avendone tutti i diritti. Successivamente FEDERBANCARI scrisse, nell’85 sempre ad ASSICREDITO per comunicare di aver effettuato il Congresso e di aver rifiutato l’accordo di unificazione FEDERBANCARI – F.A.S.I.B. Nel novembre del 1986 tramite i propri legali, FEDERBANCARI chiese i diritti sindacali disconosciutigli da ASSICREDITO, minacciando azione legale per risarcimento danni. ASSICREDITO rispose di avere l’obbligo di applicare la comunicazione pervenuta loro dalla CONF.SAL il 4 ottobre 1984 a firma del Presidente della stessa, che riconosceva esserci in ambito CONF.SAL una sola organizzazione sindacale in rappresentanza del settore del credito alla quale andavano riconosciuti i diritti scaturenti dalla sentenza 4218/84 della Suprema Corte di Cassazione ed il Titolo III L.300/70 (tutti i diritti sindacali e non solo RSA). In seguito, precisamente il 30 maggio 1995, con una sentenza, la Corte di Appello di Milano ha condannato la CONF.SAL al pagamento dei danni alla FEDERBANCARI – CONF.SAL, dichiarando inefficacie l’atto di fusione stipulato nel 1984 e dichiarando al responsabilità della CONF.SAL per i danni cagionati alla FEDERBANCARI.

Nonostante la presa di coscienza della sentenza, l’A.B.I continuò ad ignorare i diritti sindacali della FEDERBANCARI, rispondendo di essere obbligati al rispetto della lettera mandata nel 1984 da CONF.SAL. Di fatto fu preclusa alla FEDERBANCARI qualsiasi attività sindacale, perdendo di conseguenza gli iscritti, i relativi contributi, cedole e permessi, unica fonte di finanziamento e di sussistenza delle organizzazioni sindacali. (Cfr Ferrò R., *Stima del danno patrimoniale FEDERBANCARI*, Torino , 2009, Premesse-pag.3). Il dott. Ferrò, nell’analisi degli elementi suscettibili di valutazioni per la stima del danno subito dall’organizzazione sindacale a causa del comportamento di ASSICREDITO/A.B.I, individua i seguenti elementi:

- La possibilità di espansione della FEDERBANCARI dal 1984 sino alla data della valutazione;
- I diritti sindacali propriamente detti;
- I diritti patrimoniali non altrimenti specificabili;

- Altri elementi.

Grazie ai documenti del tribunale di Milano, il perito valutatore fissa come data iniziale di analisi del danno subito da FEDERBANCARI la data dell'atto di fusione, il 17 Ottobre 1984. Trattandosi di un arco temporale molto grande, intelligentemente il perito inizia la sua analisi proponendo una serie di tassi di rivalutazione monetaria da applicare, anno per anno, ai dati relativi ai capitali persi dalla organizzazione, dal 1984 fino al 2009, data della relazione di stima.

II.4.2.1 Stima danni patrimoniali

Per quel che riguarda la mancata possibilità di espansione, il perito effettua una stima dei potenziali iscritti alla FEDERBANCARI nel periodo 1984-2009 tenendo conto come dato di partenza il numero di iscritti FEDERBANCARI nel 1984, pari a 250, e il numero di iscritti di CONF.SAL al 2009, pari a 31.500 iscritti. Dato l'intervallo l'esperto ha utilizzato alcuni metodi di generazione della distribuzione, tra i quali la media progressiva mobile, la progressione aritmetica e quella geometrica. Per quanti riguarda i diritti patrimoniali, l'esperto suddivide il dato in tre componenti: i contributi sindacali, versati nelle casse delle Organizzazioni Sindacali, per la quantificazione dei quali fu preso in considerazione lo stipendio del segretario del FEDERBANCARI. Il dato dunque del contributo da versare a FEDERBANCARI fa riferimento al numero di iscritti ipotizzati nella distribuzione di cui al punto precedente. Per quanto riguarda le cedole, dal momento che il 21 ottobre del 1984 i legali delle due federazioni FEDERBANCARI E CONF.SAL definirono in un incontro le cedole in 17 ore annue per iscritto, l'esperto ritiene che le cedole che avrebbero dovuto essere concesse alla FEDERBANCARI non avrebbero dovute essere un numero inferiore al prodotto dei potenziali iscritti FEDERBANCARI per il numero di ore. La terza componente dei diritti patrimoniali riguarda i permessi remunerati che dovevano essere attribuiti ai dirigenti delle RAS (Rappresentanze Aziendali Sindacali) dei quali faceva conto la FEDERBANCARI. La quantificazione del danno dei diritti patrimoniali è il seguente:

| | Valori in euro |
|---|--------------------|
| Contributi sindacali non incassati rivalutati e maggiorati degli interessi legali | 48.777.189 |
| Cedole sindacali orarie, per i dirigenti nazionali e provinciali rivalutati | 107.234.401 |
| Permessi sindacali per dirigenti RAS, rivalutati e maggiorati | 37.145.972 |
| Totale | 193.157.562 |

Tabella VI: stima danni patrimoniali FEDERBANCARI (fonte perizia FEDERBANCARI)

II.4.2.2 Ripercussioni future dell'evento dannoso

A questo punto Ferrò si rende però coscientemente conto che « [...] è lecito affermare che si dovrebbe ricordare in questa sede che il danno, subito dalla FEDERBANCARI e dalla sua affiliata OC.C.R.E., non è unicamente riconducibile ad un arco di tempo così limitato (1984 - tutt'oggi)...». Precisa infatti che « [...] il comportamento della F.A.S.I.B., che continuava a servirsi dell'iscrizione nella CONF. S.A.L., contrariamente a quanto disposto dalla Magistratura milanese, ha creato i presupposti per la determinazione di un danno ingiusto non soltanto passato, ma duraturo, irreversibile e decisamente perenne nel tempo e quindi anche futuro. [...] ». (Cfr Ferrò, *Stima del Danno Patrimoniale FEDERBANCARI, Criteri Estimativi*, pag 17 ss.). Non si tratterebbe dunque esclusivamente di un danno riscontrabile in un arco temporale ben definito, ma di un evento che, a ben vedere, produce effetti duraturi ed irreversibili, con una connotazione anche futura. Dunque Ferrò sostiene che « [...] Il valore patrimoniale di questo danno si identifica pertanto in quello di un avviamento che, com'è noto, è in genere quantificato dagli economisti con il valore di una "rendita di posizione monopolistica", che non è limitabile nel tempo, ma che deve essere quantificata nel suo effettivo e completo valore, essendo questo rappresentato dalla somma di due componenti, la prima delle quali è stata già computata in Euro 193.157.562, che sta a rappresentare il danno già passato, mentre la seconda è ancora da quantificare quale "Valore attuale di una rendita annuale posticipata", che a sua volta sta a rappresentare il danno futuro. » (Cfr Ferrò, *Stima del Danno Patrimoniale FEDERBANCARI, Criteri Estimativi*, pag 17 ss.). Quello che Ferrò sostiene non solo è chiaro ma sicuramente logico; si vuole infatti costruire un arco temporale delle conseguenze dell'evento dannoso, composto da due fasi ben distinte, la prima che parte dalla data di inizio dell'evento dannoso sino alla data attuale, che potremmo definire "l'arco temporale delle conseguenze passate", la cui misurazione in termini monetario-

economica è quella sopra esposta, ed una seconda parte futura, rappresentativa di “ un arco temporale di conseguenze future” che abbraccia un orizzonte che, a ragion veduta, potrebbe essere definito illimitato, vista la difficoltà di stabilire un termine per gli effetti di un evento del genere, oltre che per la logica dell’ *on going concern*. In questo senso appare corretto interpretare questa seconda componente di danno futuro come una vera e propria rendita perpetua rappresentativa di un certo avviamento, rendita perpetua che deve essere espressa in termini presenti, dunque opportunamente attualizzata utilizzando un preciso tasso di sconto. Ferrò, fatta questa riflessione, si pone di fronte a due possibili scenari, nella determinazione della durata effettiva della rendita che dovrebbe essere percepita da FEDERBANCARI, entrambe supportate da motivazioni piuttosto logiche:

- Ipotizzare una presenza sul mercato di FEDERBANCARI per almeno ulteriori quindici anni, sulla base dell’età media dei suoi attuali (al momento della valutazione) dirigenti;
- Ipotizzare che l’attività sindacale continui con la sua azione di rivendicazione istituzionale, tramandando l’incarico di Segretario generale all’infinito.

Dopo aver stimato il tasso di attualizzazione, Ferrò prende in esame contemporaneamente i due scenari proponendo un valore medio come valore finale. I risultati sono i seguenti:

| | Contributi | Cedole | Permessi |
|--|-------------|---------------|---------------|
| Valori dell'ultima annualità | 6.445.732 | 13.967.609 | 2.861.475 |
| Valore attuale delle 15 annualità future | 39.674.495 | 193.661.638 | 39.674.495 |
| Valore attuale di una rendita perpetua | 645.573.167 | 1.396.760.943 | 286.147.457 |
| Valore medio | 342.623.821 | 795.211.290 | 162.910.976 |
| Totale valore medio | | | 1.300.746.087 |

Tabella VII: calcolo rendite danni patrimoniali futuri, cifre in euro (fonte perizia FEDERBANCARI)

In questo modo Ferrò aggiunge al “danno passato” individuato precedentemente, il “danno futuro” pari a 1.300.746.087 euro circa.

| | Valore del danno |
|---------------------|------------------|
| Passato (1984-Oggi) | 193.157.562 |
| Futuro (media) | 1.300.746.097 |
| Totale | 1.493.903.659 |

Tabella VIII: danno complessivo FEDERBANCARI

L'approccio di Ferrò offre spunti altrettanto interessanti. Nonostante l'approccio utilizzato si discosti leggermente da quello utilizzato da Costabile e Ricotta, viene mantenuta la stessa filosofia valutativa. Quello che risulta dominante anche in questo intervento valutativo, è infatti il concetto di *flusso/reddito differenziale*, il quale pare essere il miglior aggregato per la valutazione del danno. Ciò che discosta il lavoro di Costabile e Ricotta, rispetto a quello di Ferrò riguarda esclusivamente i regimi di attualizzazione/capitalizzazione del flusso differenziale; mentre Costabile e Ricotta propongono un reddituale complesso in regime di attualizzazione con differenti fattori di sconto, Ferrò, in coerenza con la finalità del proprio incarico, opta per l'individuazione del danno futuro attraverso un reddituale semplice in regime di capitalizzazione con medesimi e unitari fattori di sconto. Appare dunque consolidato, nella prassi, l'utilizzo della valutazione d'azienda nell'ambito della misurazione e quantificazione delle conseguenze da evento dannoso, con una particolare attenzione all'utilizzo di metodologie flusso, di ispirazione *before-and-after*, volte all'individuazione di un elemento (sia esso economico o finanziario) differenziale che pare essere uno tra i più riconosciuti driver di valore del danno risarcibile. L'impostazione del lavoro di perizia reale presentato successivamente è infatti fondato sulla filosofia del *flusso differenziale*, pista evidentemente consolidata e ampiamente seguita dalla prassi operativa in ambito di valutazione del danno.

CAPITOLO III

Dopo aver analizzato una casistica operativa attraverso lo studio di lavori di perizia da parte di esperti valutatori, nel presente capitolo si descrive il soggetto principale di questo trattato con la presentazione di un caso sperimentale di perizia di determinazione e valutazione del danno subito da un'impresa del settore moda, eseguito, su incarico dello stesso amministratore unico della società, per l'avvio di una causa giudiziaria di risarcimento danno. Risulta opportuno specificare che, per motivi legati alla privacy e nel rispetto di un accordo stipulato circa la riservatezza dei dati dal momento che la perizia risulta ad oggi documentazione processuale, ogni diretto riferimento alla società e altri soggetti citati in giudizio è stato omissivo. La perizia presentata di seguito è articolata come segue: Il primo paragrafo della relazione offre una presentazione della società committente, attraverso la descrizione della sua storia e un'analisi del mercato nel quale essa opera. Dopo aver delineato l'evento dannoso si passa a presentare gli obiettivi del lavoro di perizia svolto e la successiva spiegazione delle tecniche di valutazione e determinazione del danno utilizzate, fino alla determinazione e formulazione del giudizio finale di stima. Infine, dopo aver proposto alcune considerazioni sul lavoro svolto, vengono offerte le conclusioni finali del trattato.

III.1 Fashion Inc. srl

La “*Fashion Inc. s.r.l.*”, di seguito azienda o “Fashion Inc.”, è un'azienda che opera nel settore moda e nasce dalla creatività del suo fondatore, stilista di fama internazionale che nel 2006 avvia la propria società dopo aver concluso importantissime collaborazioni con alcuni dei top player del settore. Nata con il marchio “*Rebel by Fashion Inc.*” l'azienda ha sede legale in Lombardia ma ha situata la sede operativa nel Pistoiese. Si tratta di un'azienda relativamente giovane, considerando che l'autonomo regime gestionale ed aziendale viene raggiunto nel 2008.

III.1.1 Il settore di riferimento

L'azienda si trova ad operare in un settore altamente evolutivo e competitivo come quello dell'alta moda, di cui vediamo di seguito i tratti distintivi. Il segmento di riferimento della “Fashion Inc.” è quello dell'alta moda di lusso, all'interno del quale si richiede l'esercizio di diverse leve competitive, tra cui un insieme di intuito, estro e creatività, ma anche di *management* e di organizzazione, di accurate scelte di materie

prime, di ciclo di produzione. Elemento qualificante per la diffusione e la notorietà del brand è inoltre la pianificazione e gestione di una strategia di comunicazione al fine di raggiungere l'obiettivo ultimo di un consolidato successo di impresa. Il mercato della moda, in Italia e più in generale nel mondo, si è caratterizzato, in generale, da “fasce di offerta” rappresentabile con una piramide in cui si evidenziano le diverse fasce con indicazione di diffusione di ognuna sul mercato:

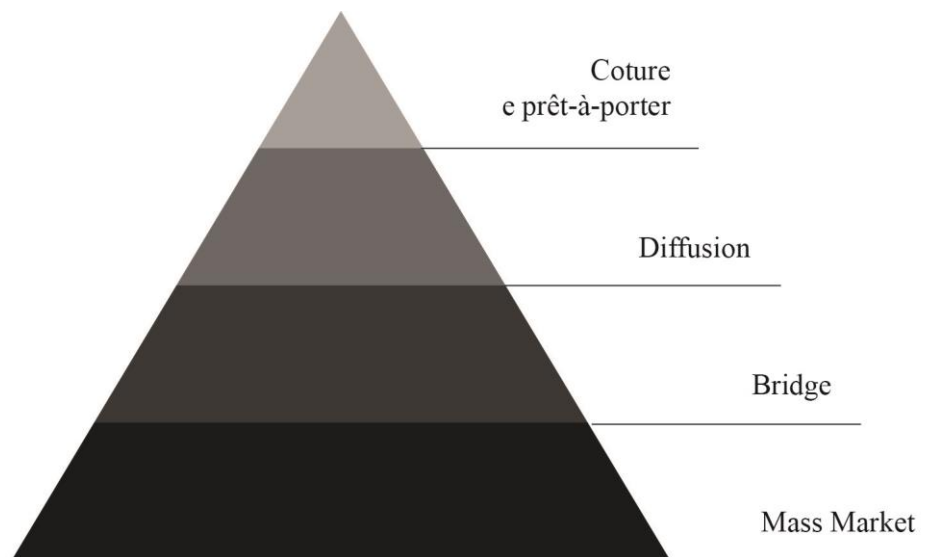


Figura 8: la struttura "piramidale" del Sistema Moda (fonte business plans)

Si può così individuare dalla figura 8 un livello basso (o mass market) caratterizzato da oggetti di prezzo modesto e con contenuto stilistico semplice: sono prodotti basilari e meno differenziati. Si tratta dei prodotti comunemente acquistati dalla maggior parte dei consumatori interessati a spendere cifre ridotte e che non sono attratti dal capo particolare ed esclusivo. Nell'ambito della fascia bassa si distinguono generalmente due segmenti: “better”, caratterizzato dalle linee più economiche dei marchi industriali (Fila, Diesel ecc.) e “moderate”, caratterizzato dalle linee delle marche commerciali (Gap, Zara, Benetton, H&M,) nonché dai prodotti *unbranded*. Il secondo livello è caratterizzato da prodotti di fascia media (“bridge”), ovvero prodotti che racchiudono un certo contenuto stilistico ma che presentano ancora prezzi accessibili alla maggior parte delle persone: si tratta di beni realizzati per giovani e, comunque, persone attratte da un certo contenuto stilistico, che non richiedono tuttavia al prodotto caratteri di eccezionalità ed unicità. Questo segmento di mercato ha origine nei *department store* presenti sul mercato americano e nasce come “ponte” (da cui il termine “bridge”) tra i

prodotti di fascia bassa e le prime e seconde linee dei designer. Il successo di questa categoria di prodotti non deriva tanto dallo stile del prodotto quanto dalla capacità di proporlo con un time-to-market particolarmente ridotto in grado di recepire le tendenze moda lanciate dagli stilisti. Il terzo livello è costituito, invece, dalla fascia medio-alta (“diffusion”) che si rivolge ad una cerchia ristretta di persone con buon potere di acquisto, di consumatori interessati alla qualità e disposti a spendere cifre medio-alte. I prodotti che rientrano in questa fascia possono essere sia prodotti ad elevato contenuto stilistico, per i quali il prezzo è giustificato proprio dall’innovazione e dal contenuto moda, nonché prodotti più classici, caratterizzati in ogni caso da un elevato livello qualitativo. La fascia medio-alta comprende le seconde e le terze linee degli stilisti: si pensi, ad esempio, ad Emporio Armani, D&G, Versus nonché ai beni di alcuni marchi industriali di prestigio. Si tratta, per lo più, di linee giovani realizzate dagli stessi stilisti che disegnano le prime linee, destinate ad un pubblico disposto a spendere per un prodotto nuovo, di moda, comunque sempre accessibile ed indossabile. Solo l’ultima fascia di mercato, quella “alta” viene compresa nella categoria dei Luxury Goods. Tale fascia può essere a sua volta scomposta in due distinti segmenti di mercato: “couture” e “prêt-à-porter”, o “ready to wear”. Il primo comparto può essere considerato quello che ha segnato la nascita dell’alta moda. La couture, infatti, costituisce oggi il filone che mantiene viva la vera tradizione dell’alta moda italiana e soprattutto francese. La haute couture, o couture creation, si sviluppa, infatti, in Francia nel corso dell’ottocento ed ha a Parigi la sua capitale. Il termine sta ad indicare un’attività artigianale nella quale lo stilista-sarto realizza personalmente e su misura l’abito per il cliente. Tale produzione si è fatta nel corso del tempo sempre più rara e si calcola che, ad oggi, interessi non più di duemila clienti nel mondo, attratti dall’unicità e dalla bellezza di capi che costituiscono vere e proprie opere d’arte ed hanno prezzi “allineati” a questo loro *status*. Un discorso diverso deve invece essere fatto per quanto riguarda il segmento del *prêt-à-porter*, o *ready to wear*: si tratta di un segmento nato in Italia negli anni settanta, dalla unione tra mondo degli stilisti e mondo dell’industria. Milano è diventata ben presto la sua capitale, attraverso case di moda come Armani, Krizia, Fendi, Versace e marchi industriali come Prada e Hugo Boss. Questo segmento è caratterizzato da prodotti dal prezzo elevato e dall’alto contenuto stilistico: capi e accessori creativi, continuamente rinnovati per seguire gli andamenti della moda, ma non unici ed inaccessibili come quelli della *haute couture*. E’ al mercato del lusso *prêt-à-porter* che si rivolge l’offerta della Fashion Inc., in particolare a quei clienti che snobbano il *total look*

preconfezionato di alcuni stilisti, preferendo accostare i diversi capi in base al proprio gusto. E' un settore – questo – che diversamente delle fasce basse e medie del mercato ha “sentito” in maniera minore dell’effetto della “crisi”, ed ha giovato delle spinte alla creatività e all’innovazione che hanno ulteriormente allargato la forbice – specie in termine di future prospettive di crescita – tra la “media offerta” e quella di capi di alta fascia. Occorre sottolineare che in questi ultimi anni per un insieme di fattori, tra cui la crisi mondiale, i cambiamenti dei gusti, l’ingresso di nuove tipologie di clienti, nonché di nuove materie, si può rappresentare al momento il Sistema Moda mediante una clessidra:

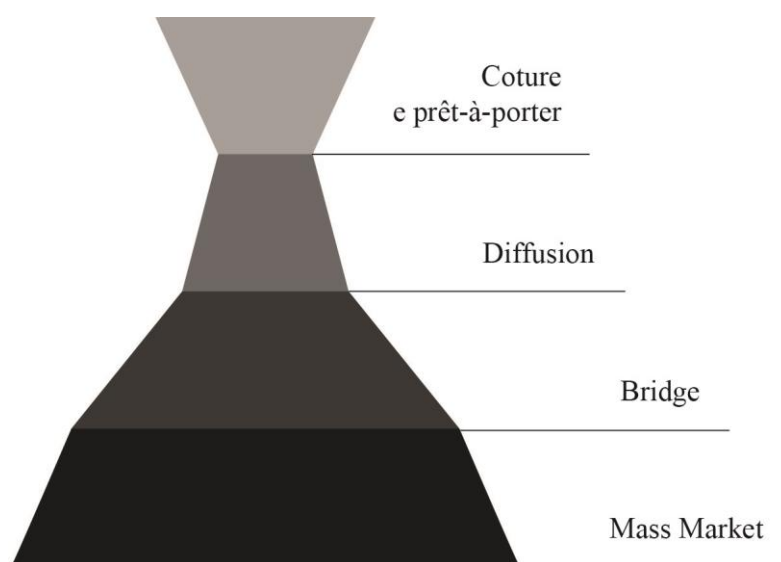


Figura 9 : la struttura " clessidra " del settore Moda (fonte dati business plans)

Il peso della fascia intermedia (diffusion) si è assottigliato a favore di una forte polarizzazione. La parte alta, difatti, ha vissuto un ampliamento per l’effetto congiunto della diffusione dei brand prêt-à-porter, con forti contenuti fashion, e dall’altra la crescita del segmento *couture*, in cui ai clienti con potere di spesa elevato si sono affiancati consumatori “occasionalisti”: soprattutto quelli “più consapevoli” negli Stati Uniti, in Europa e dei paesi emergenti che hanno iniziato a mescolare capi e accessori di valore e qualità differenti tra loro, associando lusso, vintage e pronto moda per creare mix personalizzati e originali. La crisi globale sta però modificando ulteriormente la “forma” del mercato definibile come forma a “imbuto” (fig. 9). La contrazione dei consumi riduce il valore complessivo affliggendo maggiormente i segmenti cosiddetti

aspirazionali: capi e accessori dal prezzo medio alto, quale il *diffusion* soglia di ingresso del segmento lusso. La riduzione dei consumi “occasional” di lusso genera di conseguenza un restringimento della fascia alta del mercato. Di converso si sono ampliati i segmenti inferiori. La Fashion Inc. s.r.l. si è affermata sul mercato esattamente nel periodo in cui il mercato ha assistito al cambiamento della forma della distribuzione della domanda e si è posizionata proprio nel segmento di mercato a maggiore sviluppo. L’azienda propone collezioni caratterizzate dall’altissima qualità di tessuti esclusivi ed eccellenti caratteristiche sartoriali che, grazie alla nota e riconosciuta creatività dello stilista Fashion Inc., posiziona la produzione nella fascia superiore del mercato. La politica vincente, che ha permesso all’azienda una costante crescita di fatturato è quella di proporre le collezioni ad un prezzo accessibile così da aggredire la fascia alta di mercato, mitigando gli effetti negativi della riduzione del potere di acquisto. Una posizione che si trova in una fase del ciclo di vita in cui si rende necessario un consolidamento. Dobbiamo ricordare che il sistema produttivo italiano è considerato la sartoria di lusso del mondo: molte griffe, soprattutto francesi ma non solo, realizzano in Italia i loro prodotti e l’export va letto in questa chiave. Nel 2014 si conferma per la moda italiana un trend di crescita, seppur contenuto, ma significativo in una fase congiunturale particolare per l’economia mondiale. I conti si prevede che chiuderanno con un solido +4,2%. Le imprese hanno puntato ad un progressivo consolidamento sul piano finanziario riducendo la leva finanziaria, portando il rapporto debito su capitale proprio a 0,40, un livello comparabile a quello del 2005. Degni di nota sono, inoltre, gli investimenti: la qualità e l’innovazione si sono dimostrate nuovamente un fattore importante di successo. Secondo gli analisti stiamo entrando, comunque, in una nuova fase per il settore, definibile *new normal*. L’assenza nel breve periodo di fenomeni esplosivi com’è stata la Cina negli anni scorsi, e allo stesso tempo una maggiore capacità reattiva alla crisi nei mercati maturi danno luogo ad un trend di crescita più stabile e sano, tra il 4% e il 6% a cambi costanti nei prossimi anni. Le stime non possono che basarsi sui primi dati della campagna vendite della primavera-estate 2015 e sul sentiment degli addetti ai lavori, che per l’industria dei beni di lusso per la persona nel 2015 prevedono un tasso di crescita complessivo medio intorno al 5%, con ampia variabilità tra i segmenti e i mercati, toccando per alcune tipologie anche tassi di crescita pari al 25% (India). Hong Kong, Stati Uniti d’America, India, Emirati Arabi Uniti, Regno Unito, Cina, Germania, Francia, Giappone sono, nell’ordine, i principali

mercati mondiali per incrementi attesi delle importazioni di prodotti Moda Persona secondo le previsioni 2015.

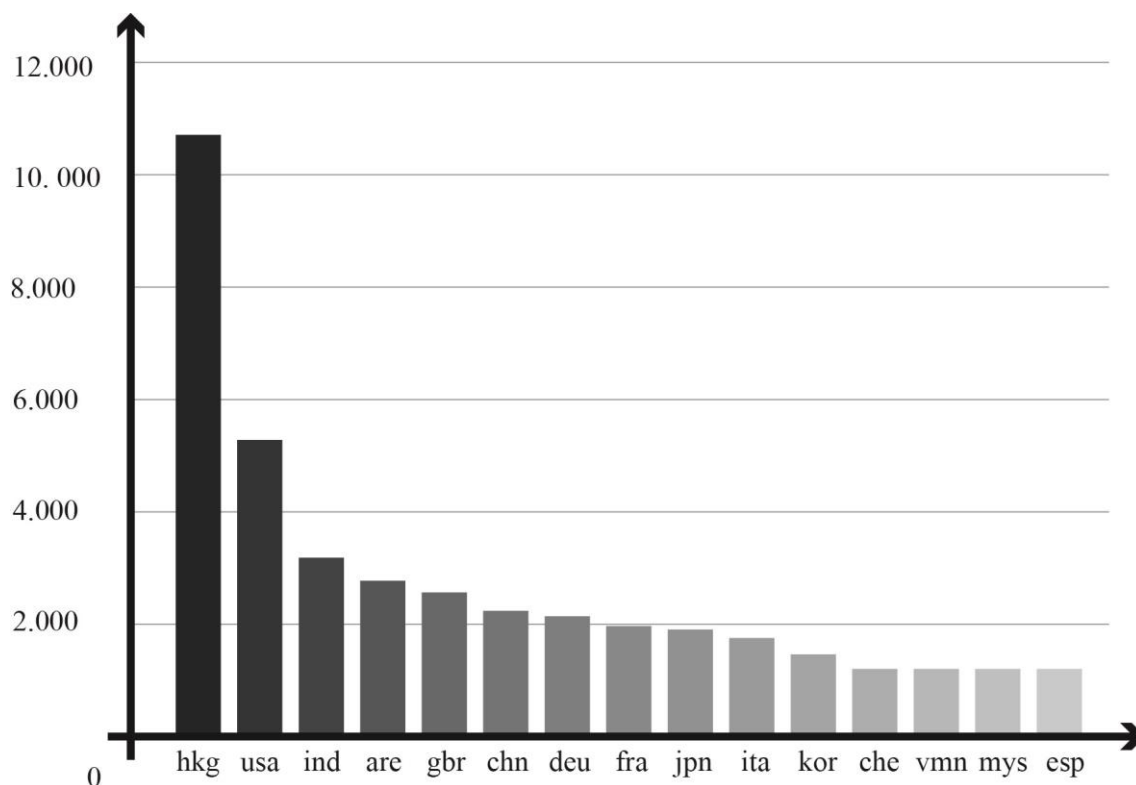


Figura 10: crescite attese maggiori mercati esteri (fonte Sistema Informativo Ulisse)

III.1.1.1 Honk Kong

In modo particolare, si prevede che Hong Kong si confermi anche nel 2015 il principale mercato mondiale per incrementi delle importazioni di prodotti del sistema Moda Persona. Il valore delle importazioni di Hong Kong è previsto incrementare l'anno prossimo di ben 10,786 milioni di euro, con una variazione di 13 punti percentuali in euro rispetto al 2014.

III.1.1.2 India

Il mercato indiano, sulla base delle previsioni 2015 del *Sistema Informativo Ulisse*, registrerà una crescita delle importazioni del settore sistema persona di 18,687 milioni di euro rispetto all'anno 2014, con incrementi delle importazioni dei seguenti comparti:

- Borse, valigie e portafogli (+18.6%) ;
- Abbigliamento esterno (+17.9%);
- Calzature (+15.7%);

- Oggetti personali (+14.2%).

III.1.1.3 Cina

Il mercato cinese è atteso attestarsi al sesto posto tra gli importatori mondiali per contributi alla crescita di prodotti del Sistema Moda Persona, con un incremento delle importazioni pari a 2,305 milioni di euro e un aumento percentuale di 11.7 punti. Tra i comparti attesi sperimentare i maggiori aumenti delle importazioni in valore vanno segnalati i seguenti:

- Borse, valigie e portafogli (+15.4%);
- Gioielleria, orologi e bigiotteria (+15.3% in euro);
- Calzature (+14.3%);
- Abbigliamento esterno (+7.1%).

III.1.1.4 Giappone

Da segnalare, inoltre, il mercato giapponese che ricopre il nono posto della classifica dei TOP 15 mercati per crescita attese nel 2015 del sistema Moda Persona. Il Giappone è atteso mettere a segno l'anno prossimo un incremento del valore delle importazioni di prodotti del sistema persona pari a quasi 2 miliardi di euro, con una crescita di 4.6 punti percentuali rispetto al 2014. I comparti che maggiormente contribuiranno alla crescita stimata per l'anno 2015 sono, nell'ordine, i seguenti

- Oggetti personali (+10.5%);
- Abbigliamento esterno (+4.1% in euro);
- Biancheria intima e calzetteria (+2.8%);

III.1.1.5 Corea Del Sud

Nell'area risulta interessante anche la Corea del Sud con un valore delle importazioni di prodotti del sistema moda persona previsto aumentare, sulla base delle previsioni 2015 del Sistema Informativo Ulisse, di 1.5 miliardi di euro, con una variazione di +11.4 punti percentuali. In particolare, i comparti previsti mostrare i maggiori aumenti in termini di importazioni sono, nell'ordine, i seguenti:

- Borse, valigie e portafogli (+13.6%);
- Calzature (+12.7%);

- Gioielleria, orologi e bigiotteria (+12.2%);
- Abbigliamento esterno (+12% in euro).

III.1.1.6 Vietnam

Il Vietnam registrerà nel 2015 un incremento atteso pari a 1,242 milioni di euro nelle importazioni di prodotti del sistema moda persona, con una variazione complessiva pari a 16.3 punti percentuali. I comparti attesi sperimentare i maggiori aumenti delle importazioni sono, nell'ordine, i seguenti:

- Abbigliamento esterno (+18.6% in euro);
- Biancheria intima e calzetteria (+17.5%).

III.1.1.7 Malesia

La Malesia è attesa evidenziare nell'anno 2015 un incremento delle importazioni di prodotti del sistema moda persona di 1,241 milioni di euro, con una variazione di +9.4 punti percentuali. I comparti del sistema moda persona che maggiormente beneficeranno di tali incrementi delle importazioni sono, nell'ordine, i seguenti:

- Abbigliamento esterno (+19.9% in euro);
- Calzature (+17.2%);
- Borse, valigie e portafogli (+16.3%).

III.1.1.8 Stati Uniti

Si prevede che gli Stati Uniti si confermino anche nel 2015 uno dei principali mercati mondiali per incrementi delle importazioni di prodotti del sistema moda persona. Il valore delle importazioni statunitensi è previsto incrementare l'anno prossimo di oltre 5.4 miliardi di euro, con una variazione di 3.5 punti percentuali rispetto al 2014. I comparti che maggiormente contribuiranno alla crescita delle importazioni del mercato statunitense per l'anno 2015 sono, nell'ordine, i seguenti:

- Oggetti personali (+7%);
- Gioielleria, orologi e bigiotteria (+5.5% in euro);
- Abbigliamento esterno (+2.8%).

III.1.1.9 Medio Oriente

Il mercato degli Emirati Arabi Uniti è atteso evidenziare nell'anno 2015 un incremento delle importazioni di sistema Moda Persona di 2,901 milioni di euro (4° mercato mondiale assoluto per crescite attese), con una variazione di +9.4 punti percentuali. I comparti che beneficeranno dei maggiori incrementi delle importazioni sono, nell'ordine, i seguenti:

- Gioielleria, orologi e bigiotteria (+11.2% in euro);
- Borse, valigie e portafogli (+8.5%).

III.1.1.10 Regno Unito

Il Regno Unito si posiziona al quinto posto nei top 15 mercati esteri per maggior incremento atteso nel 2015 (+2.6 miliardi di euro, pari al 5.4%). I comparti che potranno maggiormente beneficiare di tali incrementi sono, nell'ordine, i seguenti:

- Gioielleria, orologi e bigiotteria con un incremento del valore di 1 milione di euro (+7.1%);
- Abbigliamento esterno (+5.9% in euro).

III.1.1.11 Germania

La Germania si posiziona al settimo posto nel ranking dei principali mercati per contributi alla crescita 2015, con un incremento atteso nelle importazioni di sistema Moda Persona di 2,211 milioni di euro, pari a +4.2 punti percentuali. I comparti che maggiormente favoriranno questo aumento sono, nell'ordine, i seguenti:

- Oggetti personali (+10.5%);
- Calzature (+5.2%);
- Abbigliamento esterno (+3.4% in euro).

III.1.1.12 Francia

In ottava posizione nella graduatoria dei principali mercati mondiali per incrementi 2015 troviamo la Francia, con una crescita delle importazioni in valore stimata in 2,054 milioni di euro (+4.9%), in particolare i maggiori incrementi sono previsti per i seguenti comparti: Gioielleria, orologi e bigiotteria (+8.9% in euro), Calzature (+5.4), Abbigliamento esterno (+3.9%).

III.1.1.13 Svizzera

La Svizzera ricopre, invece, la dodicesima posizione della graduatoria dei mercati a maggiore potenziale di crescita 2015, con un incremento delle importazioni in valore pari a 1,244 milioni di euro (+4.8%).

III.1.1.14 Spagna

In quindicesima posizione nel ranking dei mercati a maggiore crescita troviamo, infine, la Spagna con un incremento delle importazioni in valore per l'anno 2015 stimato in 1,223 milioni di euro stimata (+6.1%), in particolare, i maggiori aumenti sono previsti per i seguenti comparti: Calzature (+9.6) e Abbigliamento esterno (+7.1%).

III.1.2 La storia

La “Fashion Inc.”, costituita il 06 giugno 2006, realizza modesti fatturati sia nel 2007 che nel 2008, perché lo stilista in quegli anni è occupato in attività di consulenza già pianificate che lo tengono spesso lontano dall'azienda. E' l'autunno del 2008 quando il fashion designer, anima creativa della società, decide di cessare molti dei rapporti di consulenza in essere e dedicarsi a tempo pieno alla propria ditta, in particolare al marchio che porta il suo nome. Gli investimenti in ricerca e sviluppo e l'estrema creatività iniziano così a dare i primi risultati e nel 2009 il marchio “Rebel by Fashion Inc.”, noto nell'abbigliamento femminile per rappresentare prodotti artigianali realizzati con cura e passione, raggiunge i 400.000 euro di fatturato, collocandosi nei migliori negozi, non solo delle principali città italiane ma anche di quelle europee ed internazionali. Nel 2010 il fatturato arriva a circa 1.300.000 euro, confermato nel 2011 nonostante la crisi mondiale che attanaglia tutti i settori. Rafforza il proprio brand nel settore ed amplia il proprio mercato sia in Germania sia in Spagna. Nel 2011 Fashion Inc. decide di investire tutto sul suo marchio ed effettuando un aumento di capitale fino a € 100.000 prende la maggioranza dell'azienda arrivando a detenere il 75% del capitale sociale. Ad oggi è il referente unico della Società ricoprendo oltre che la funzione creativa o anche quella manageriale esercitando la funzione di Amministratore della Società. Nei 2012, nonostante il prolungarsi della crisi si riconferma marchio ricercato, penetrando mercati come il Giappone e la Svizzera e migliorando la crescita degli ordini. Il marchio Rebel by Fashion Inc. si afferma sul mercato, viene valorizzato e conferito nella Società a fronte di un aumento di capitale fino a € 647.000.

Nel 2013 continua la crescita del fatturato, la stagione primavera/estate 2013 ha visto un raddoppio delle vendite rispetto alla precedente e la stagione autunno/inverno 2013/2014 ha registrato un incremento di circa il 70%. Con il 2013 si può affermare che il marchio Rebel by Fashion Inc., affiancato dai marchi “Lust” e “Dream”, è parte integrante dell’offerta dell’alta moda Made in Italy nel mondo. Boutique come Biffi Milano, Raspini spa Firenze, Eleonora International Roma, Morini Forte dei Marmi, Madison Beverly Hills, Avs Finanz Sylt Germania, Samsung Giappone, Gruppo Marubeni Giappone diventano la “casa” della linea “Rebel by Fashion Inc.”. Sono numerose le attrici e donne famose del jet set internazionale che decidono di indossare capi della Fashion Inc.. Da Simona Ventura a Cristina Chiabotto fino a Natasha Stefanenko e Corinne Schumacher. Ma anche Alessia Fabiani, Eleonora Pedron, Fiona Swarovski, Federica Panicucci, Kate Moss, Jennifer Lopez e Madonna.³⁴ L’azienda al momento ha cinque dipendenti e tre consulenti, si avvale del supporto di quattro laboratori esterni dai quali escono le collezioni dirette agli oltre quattrocento punti vendita sparsi nel mondo. Da Firenze a Montecatini, Roma, Milano e Capri fino a Londra, Beverly Hills, St. Tropez, Hong Kong e Tokyo, ma anche Emirati Arabi, Svezia e in Russia. La stagione Autunno/inverno 2014, venduta nel primo semestre 2014 ha registrato vendite per circa 2 milioni di Euro con un incremento di fatturato di circa il 49% rispetto alla precedente stagione Autunno Inverno; la stagione Primavera/Estate 2015 sembra poter confermare la tendenza alla crescita. La campagna Primavera/Estate 2015 si è conclusa con una raccolta ordini dell’importo di ca. 1,3 milioni di Euro che, considerando prudenzialmente un tasso di annullamento degli ordini del 10%, porterà ad un fatturato di circa 1,16 milioni di Euro solo per questa collezione. Nel 2014 si registra, difatti, il consolidamento della tendenza all’incremento dei quantitativi ordinati da parte dei clienti stabili, a conferma dell’apprezzamento della qualità del prodotto. L’incremento del fatturato è sostanzialmente ascrivibile ad un incremento degli acquisti medi dei clienti evidenziando un apprezzamento del brand. Considerazioni analoghe possono essere estese anche ai nuovi mercati esteri, quali Russia, Cina ed altri paesi emergenti, che stanno progressivamente allargando il portafoglio clienti.

³⁴ Fonte dati: documenti di bilancio consuntivi societari e media

III.1.3 Product portfolio

La società detiene il seguente portafoglio di attività :

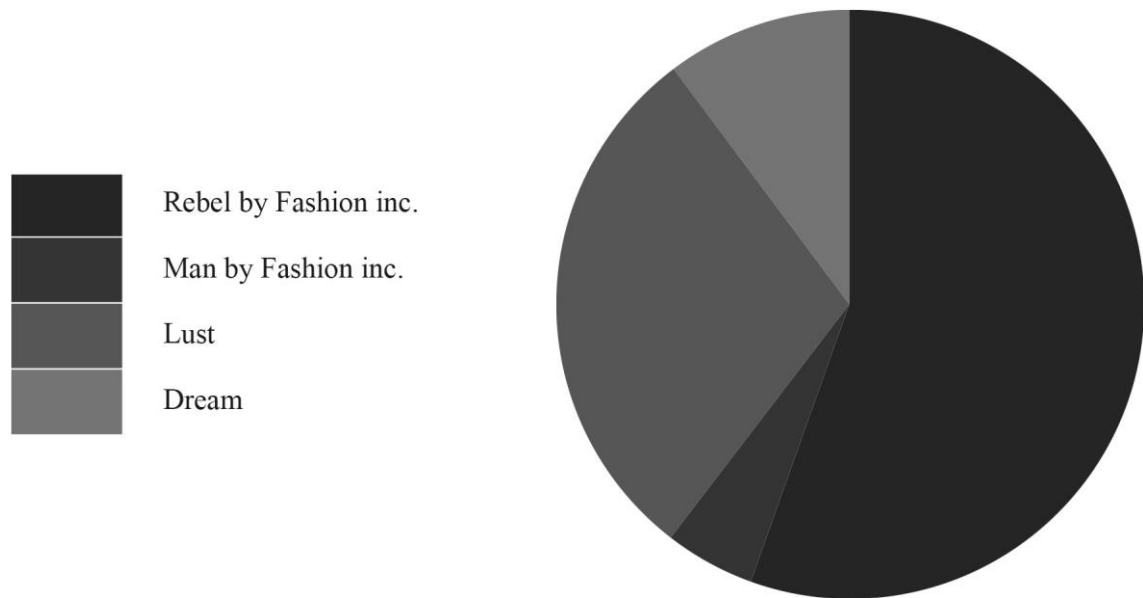


Figura 11: Fashion Inc. Brand Mix (fonte business plans)

III.1.3.1 “Rebel by Fashion Inc.”

E' il marchio principale dell'azienda ed il primo ad essere sviluppato. Rappresenta tutta la produzione di moda femminile di taglio classico e determina oltre la metà del fatturato dell'azienda. Il marchio è stato valutato fino a € 675.000 da una perizia indipendente del 2012. Valore che è destinato ad incrementarsi con l'incremento del fatturato dell'azienda. La prima collezione de Marchio è stato l'Autunno/Inverno 2009 e fin dall'inizio il marchio si è affermato con la proposta di capi spalla di elevata qualità sartoriale, confezionati con materiali di primo livello ma proposti a prezzi accessibili: questa politica di pricing si dimostrerà vincente per l'impresa. Tali caratteristiche continuano a determinare l'apprezzamento del marchio sul mercato che è ormai noto e disponibile nei migliori punti vendita del mondo e sulle piazze che da sempre caratterizzano l'alta moda globale.

III 1.3.2 “Lust”

Il marchio è un classico delle collezioni di Fashion Inc. ed è quello che maggiormente caratterizza la creatività e la singolarità delle proposte dello stilista. E' caratterizzato da uno stile di ispirazione militare che Fashion Inc. ha già proposto in precedenti collaborazioni con importanti aziende del settore moda. E' il marchio maggiormente apprezzato dai testimonial che hanno scelto di vestire i capi di ispirazione militare, ormai diventata una costante di tutte le collezioni dello stilista.

III1.3.3 “Dream”

Il marchio che rappresenta le linee pantaloni e gonne dell'azienda. Caratterizzato dalla scelta di tessuti di elevata qualità, è l'ultima linea nata in casa Fashion Inc. ed è già quella più imitata dalla concorrenza avendo lo stilista scelto alla sua prima uscita di realizzare una collezione totalmente prodotta con tessuti broccati e damascati esclusivi.

III.1.4 Distribuzione delle vendite

La distribuzione geografica delle vendite della stagione Primavera/Estate 2015, che rispecchia una tendenza in evoluzione, è la seguente:

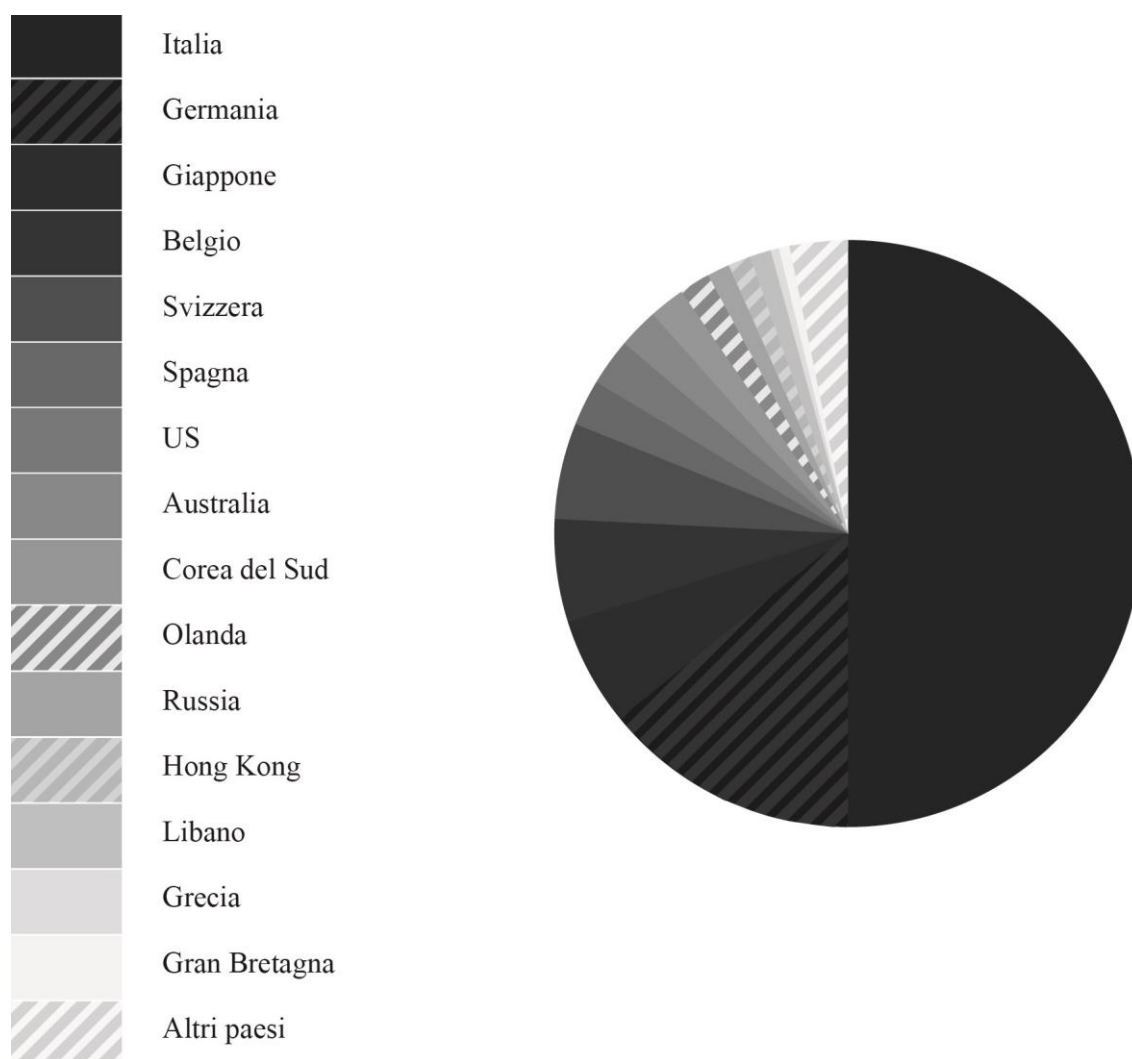


Figura 12 : Distribuzione Vendite Fashion Inc. (fonte business plans)

Nel 2015 con l'ingresso del mercato cinese e russo e con il rafforzamento di altri mercati esteri che eroderanno, in termini percentuali, il peso delle vendite in Italia.

III.1.5 Struttura

La struttura della Fashion Inc. s.r.l. è snella e funzionale, forte del grande spazio dato all'informatizzazione dei processi gestionali che garantiscono il controllo di tutta la filiera dalla produzione alla consegna della merce e la sua crescita è costantemente seguita da consulenti legali, tributari e finanziari. L'organico ad oggi è composto per la parte di realizzazione creativa dall'imprenditore-stilista, coadiuvato nelle realizzazioni da modelliste del settore; la fase della produzione è gestita da una persona che coordina il processo produttivo, svolto quasi completamente in outsourcing. Il flusso logistico è

seguito da una persona che controlla e gestisce gli ordini ed i lanci di produzione fino alla consegna di quanto realizzato; due persone sono dedicate all'amministrazione e finanza, coadiuvate da professionisti esterni. Il punto di forza della struttura organizzativa è l'eccezionale versatilità dovuta alla produzione interamente terziarizzata. La struttura, con trascurabili aggiustamenti, sarà in grado di sostenere la crescita di fatturato prevista per i prossimi anni.

III.1.6 Matrice swot

| Punti di forza | Punti di debolezza |
|---|---|
| Creatività Fashion Inc. Elevata qualità dei materiali Leader del "Made In Tuscany" Tre linee di prodotto Marchio apprezzato dallo spettacolo Presenza nelle migliori piazze internazionali | Dinamiche finanziarie complesse Insufficienti risorse per strategie di marketing Il marchio non ha raggiunto un'identità propria |
| Opportunità | Minacce |
| Valorizzazione marchio Penetrazione nuovi mercati Aumento fatturato punti vendita esistenti | Settore abbigliamento molto competitivo Eventuali perdite di supporto finanziario dalle banche Instabilità del sistema economico generale |

Figura 13: Analisi Swot azienda Fashion Inc.

III.1.7 Fiere ed eventi

L'azienda promuove i propri prodotti prevalentemente attraverso la presenza ai 6 principali eventi annuali della moda che si tengono a Milano e a Parigi e che rappresentano, a livello mondiale, le vetrine ufficiali dell'alta moda.

III.1.7.1 "Paris sur Mode"

Da venticinque anni, due volte all'anno, *PARIS SUR MODE* è una fiera che presenta in ogni edizione le ultime tendenze della moda; partecipano alla manifestazione le principali firme del settore della moda presentando le loro ultime collezioni di abbigliamento e accessori. L'evento mette a disposizione spazi e momenti per divertirsi e rilassarsi e offre una grande opportunità per designer, marketing e decision makers di

aziende leader per stabilire nuovi contatti ed acquisire nuovi clienti. La fiera è uno degli eventi principali del programma del Paris Fashion Week e si articola in quattro aree espositive. Fashion Inc. è presente con la sua collezione presso l'area espositiva Paris sur Mode.

III.1.7.2 “Who’s next”

Who’s Next (Parigi) è uno dei principali eventi a livello mondiale per i professionisti del settore moda, comprende tutti i comparti del mercato: abbigliamento, moda, accessori, calzature, borse, gioielli e articoli da donna e da uomo. Più che una fiera, è una piattaforma di comunicazione grazie alle sue mostre, forum di tendenza, sfilate e conferenze. Situata alla Porte de Versailles con una media di 2.000 brands e di 58.000 visitatori (il 60% francesi - il 40% internazionali) con due edizioni all'anno (a gennaio e luglio) con 1.000 marchi di abbigliamento e 1.000 di accessori. *Who’s Next* non è solo una fiera ma un vero e proprio fashion show che mette in mostra gli accessori di tendenza e le tendenze read-to-wear tramite una selezione di pezzi da 2 mila marche. Ciascuno dei sette spettacoli del fashion show è seguito da più di 500 visitatori e in termini di visibilità on-line (foto e video della sfilata di moda che vengono condivisi sui social network e blog) raggiunge un pubblico di 170 mila persone. L'interactive trends Forum è uno spazio comunicativo situato nel cuore della fiera e progettato come un viaggio interattivo. Il Forum presenta ai visitatori i prodotti della prossima stagione e ne illustra una selezione di più di 200 pezzi. Durante la manifestazione, il forum accoglie più di 2 mila visitatori al giorno e attraverso il sito Pinterest raggiunge un pubblico di migliaia di persone.

III.1.7.3 “Premium”

PREMIUM (Duesseldorf). Fiera internazionale di alta moda, che si svolge due volte l'anno nei padiglioni STATION-Berlino fondata dalla compagnia PREMIUM Exhibitions GmbH. Con più di 60 mila visitatori, circa 1.500 collezioni in mostra e 23.000 metri quadrati di spazio espositivo. Ogni stagione, detiene la maggior parte delle collezioni di alta moda in-demand, i prodotti più innovativi e le tendenze leader di tutto il mondo per quanto riguarda la donna, uomo, denim, lo sportivo, le calzature e gli accessori come borse e gioielli. Ha goduto record di presenze, con un netto aumento del 21% nel numero di visitatori e si colloca come una delle migliori manifestazioni con un più completo portafoglio di offerta.

III.1.7.4 “White Milano”

WHITE MILANO. Alla fine dei mesi di febbraio e di settembre aprono i battenti le due edizioni dedicate alle collezioni femminili, in cui *WHITE* si conferma, stagione dopo stagione, il salone leader della moda contemporary con un numero di espositori e buyer in costante crescita. Data la vastità dell’offerta e il grande flusso di compratori italiani ed internazionali, il salone si articola in tre aree espositive situate in Via Tortona. Via Tortona 27 è il regno dell’avanguardia e delle collezioni di alto profilo. White va incontro alle esigenze attuali del mercato dando rilievo alle pre-collezioni donna anche durante la settimana della moda uomo di gennaio e giugno: una soluzione ideata con l’intenzione di soddisfare le esigenze di anticipo dei buyer e di far rimanere Milano un polo competitivo a livello internazionale. Via Tortona 54 ospita, invece, nelle ex fabbriche Ansaldo un prodotto che unisce le tendenze *sportswear* e *casualwear*, con una particolare attenzione agli accessori. La sezione accoglie anche l’area Inside WHITE, dedicata ai nuovi talenti. Via Tortona 35, la White Suite, mondo delle collezioni femminili di alta qualità dominate dall’animo *new classic*. Grazie a questa strategia fortemente *buyer-oriented*, *WHITE* è frequentato da oltre 17 mila buyer dei multi-marca più importanti del mondo; è un’ambita piattaforma per i marchi di nicchia e il palcoscenico ideale per tutte quelle aziende italiane e straniere. L’edizione di White Milano che dal 11 al 13 gennaio 2014 ha portato in via Tortona 27 150 espositori internazionali distribuiti in un perimetro espositivo di 8 mila metri quadri, ha segnato un record di presenze e un forte incremento dei buyer con una crescita del 22% rispetto all’edizione di giugno 2013 e un incremento del 16% rispetto a gennaio 2013.

III 1.7.5 Gli showrooms

Oltre che alla presenza nelle principali fiere di settore, la Fashion Inc. s.r.l. presenta i propri prodotti in tre showroom plurimandatari: uno a Milano che si occupa dell’Italia (Studio Event), uno a Monaco di Baviera per la Germania (Modeagentur Dietl) e da quest’anno ne sono stati aggiunti ben tre, uno in Spagna (Maria Ramoneda, Barcellona), uno in Belgio, ed uno in Francia (Ioime Showroom, Parigi). E’ stato concluso un contratto con un importante buyer per la Russia.

III.1.8 Le strategie

L'obiettivo strategico delle prossime campagne di marketing della Fashion Inc. sono volte all'incremento del fatturato, che potrà essere sostenuto solo attraverso investimenti per la notorietà dei marchi sul mercato, attraverso le seguenti azioni commerciali:

- organizzare sfilate. L'organizzazione di sfilate nell'ambito delle principali manifestazioni dedicate alla moda è un passo importante per l'azienda, ma comporta la rinuncia alla partecipazione nelle fiere con stand (l'organizzazione in contemporanea di una sfilata e della presenza ai saloni con uno stand non è considerata una strategia accettabile nell'ambiente). La sfilata è un trampolino di lancio, è un'occasione che deve esser sfruttata al meglio, individuando il timing migliore.
- pubblicità attraverso le riviste di moda . È una strategia settoriale molto efficace per promuovere e incrementare la notorietà dei marchi in tempi brevi, massimizza la sua efficacia se ripetuta costantemente nel tempo;
- pubblicità attraverso riviste di ampia diffusione con finalità di potenziare la notorietà verso un pubblico più vasto e eterogeneo. Lo strumento si presta per campagne una tantum di ampia portata da effettuare all'inizio della stagione per fornire una visibilità immediata e dirompente che mantiene i suoi effetti per tutta la durata della stagione stessa;
- Incremento della qualità della presenza nei saloni in alternativa all'organizzazione delle sfilate, l'azienda potrebbe ottenere vantaggi in termini di visibilità migliorando la qualità della presenza nei saloni anche attraverso l'incremento della dimensione dello stand o con posizionamenti più strategici all'interno del layout della fiera stessa;
- spazio espositivo dedicato al marchio all'interno dei punti vendita oltre ad una maggiore visibilità permetterebbe di aumentare il valore medio delle ordinazioni;
- incremento della forza commerciale in paesi dove Fashion Inc. è già presente la strategia di consolidare la presenza nei paesi dove i prodotti sono già disponibili, attraverso la selezione di venditori maggiormente accreditati porterebbe un incremento di fatturato a breve termine specialmente in quei mercati dove la presenza è ancora marginale. Quest'anno lo stilista ha deciso di incrementare la forza vendita in termini quantitativi posizionandosi in Spagna, Francia-Belgio,

Germania e Inghilterra, i quali porteranno risultati a partire dalla collezione Autunno/Inverno 2015/2016;

- espandere la rete distributiva verso nuovi Paesi, strategia seguita nelle ultime stagioni con l'acquisizione di mercati come la Russia, l'Inghilterra e la Spagna.

Una buona opportunità di promozione del marchio a costo zero sarebbero le pubblicità redazionali ovvero inserzioni pubblicate su iniziativa dell'editore in cui si illustra la tendenza del momento citando il marchio senza che venga richiesto alcun pagamento. Questa forma di pubblicità è indipendente dalle iniziative di marketing dell'azienda ma deriva dalla notorietà del marchio sul mercato. Fashion Inc. ha contato su diverse occasioni in cui lo stilista-imprenditore è stato oggetto di interviste, su riviste italiane e straniere. Sempre per quanto riguarda le strategie commerciali, un elemento fondamentale è rappresentato dalla politica dei margini di vendita. Nei primi anni di attività l'azienda ha adottato una politica di contenimento dei margini (50%-60%), inferiori agli standard di mercato, ma con un'elevata qualità del prodotto così da favorire una penetrazione veloce del mercato. I margini sono poi stati incrementati stagione dopo stagione arrivando ad un valore medio del 140% per la stagione Autunno/Inverno 2014 e superiore del 155%, con punte del 175% per la stagione Primavera/Estate 2015, destinati comunque ad un'ulteriore crescita, soprattutto per attuare un consolidamento economico-finanziario in grado di supportare investimenti di natura commerciale. Grazie a una riduzione del costo delle materie (mantenendo la qualità), ottenuta dalla collaborazione con i fornitori e dalla fidelizzazione dei produttori (fasonisti), con i quali è possibile sfruttare sinergie e accordi su modalità di pagamento più convenienti. L'azienda ha conseguito inoltre una strategia di posizionamento nella fascia alta del mercato. Tale strategia è stata conseguita, come anticipato, oltre che attraverso l'alta qualità dei prodotti anche grazie alla presenza nei punti vendita nelle località più esclusive della moda mondiale come Saint Tropez, Hollywood, Beverly Hills, Crans Montana, Megeve, oltre che nelle vie e nei quartieri più esclusivi di molte grandi città.

III.1.9 Fondamentali e bilanci: un'analisi

La clientela è principalmente dislocata in Italia, Francia e Spagna (vero e proprio "zoccolo duro" del fatturato), seguono Francia, Spagna, Germania, Belgio, Cina, Svizzera, Austria, Russia, UK e Corea. A partire dall'esercizio 2013 la Fashion Inc. ha

deciso di variare la data del bilancio d'esercizio dal 31/12 al 31/3 per allineare la scadenza al termine della campagna stagionale primavera/estate, in linea con altre aziende del settore. Occorre precisare che il confronto tra il fatturato al 31/03/2014 e il 31/03/2013 non risulta significativo essendo il penultimo bilancio riferito a soli tre mesi di gestione. Non è corretto neppure un confronto in proporzione al tempo (moltiplicando per 4 il primo trimestre) a causa della stagionalità che caratterizza la gestione dell'azienda. Più significativo è il confronto tra il fatturato al 31/03/2014 e il fatturato al 31/12/2012, in questo caso si rileva un incremento importante, pari a circa il 68%. I bilanci evidenziano come, nonostante il buon margine applicato alle vendite, gli altri costi (indiretti) deprimano la redditività complessiva dell'azienda. (Fonte dati: management e documenti di bilancio)

| Valori di bilancio | 31/12/2012 | 31/03/2013 | 31/03/2014 |
|-----------------------------------|------------|------------|------------|
| Capitale netto | 651 | 660 | 672 |
| Immobilizzazioni | 811 | 813 | 741 |
| Quoziente di struttura primario | 0,80 | 0,81 | 0,91 |
| Debiti consolidati | 48 | 49 | 48 |
| Quoziente di struttura secondario | 0,86 | 0,87 | 0,97 |
| Debiti a breve | 2050 | 1884 | 2128 |
| Circolante di cui: | | | |
| Attività liquide a breve | 785 | 961 | 940 |
| Rimanenze | 1153 | 821 | 1169 |
| PFN | 1044 | 985 | 1324 |

Figura 14: Bilanci Consuntivi Fashion Inc., cifre in migliaia di euro (fonte dati bilanci aziendali)

| Valori di conto economico | 31/12/2012 | 31/03/2013 | 31/03/2014 |
|---------------------------|------------|------------|------------|
| Vendite | 1441 | 823 | 2417 |
| Valore della produzione | 1993 | 399 | 2545 |
| Valore aggiunto | 1161 | 323 | 1879 |
| Costi di gestione | 984 | 268 | 1674 |
| Ebitda | 177 | 55 | 205 |
| Gestione finanziaria | 29 | 8 | 54 |
| Ebit | 148 | 47 | 151 |
| Gestione straordinaria | -104 | -23 | -94 |
| Ebt | 44 | 24 | 56 |
| Imposte | 39 | 15 | 43 |
| Utile di bilancio | 5 | 9 | 13 |

Figura 15: Bilanci Consuntivi Fashion Inc., cifre in migliaia di euro (fonte bilanci aziendali)

Ciò prova quanto sarà possibile rilevare dall'analisi previsionali, cioè che con i margini che l'azienda riesce ad applicare attualmente l'incremento delle vendite (peraltro già evidente dall'ultimo bilancio approvato) può supportare la struttura a raggiungere risultati molto soddisfacenti sia in termini di redditività che, di conseguenza, nella capacità di produrre flussi finanziari. Occorre precisare che in aziende come la Fashion Inc., prevalentemente organizzate con alta stagionalità della produzione e delle vendite, uno dei fattori di alta criticità è la dinamica finanziaria dovuta sostanzialmente a due elementi:

- La stagionalità della produzione e delle vendite: l'attività è suddivisa in due stagioni annuali nelle quali si produce e si vende rispettivamente la stagione primavera/estate e la stagione autunno/inverno. I costi di approvvigionamento delle materie prime, dei servizi di produzione e per la partecipazione a fiere, e quindi le uscite, sono concentrati in determinati periodi dell'anno così come gli incassi delle vendite, le entrate.
- I tempi di dilazione dei pagamenti delle vendite sono molto elevati, in particolare per le vendite in Italia si arriva anche ai 180 giorni di dilazione che viene calcolata dal momento della fatturazione e quindi nella parte conclusiva di ogni stagione. Per contro, gli acquisti di materie prime vengono pagati a 120 giorni, ma la fatturazione avviene al momento della produzione, nella parte iniziale della stagione. Tale dinamica comporta che, per la medesima stagione la

differenza temporale tra il pagamento delle merci e l'incasso delle merci sia, in media, di circa 120 giorni;

Tale situazione genera delle punte di fabbisogno finanziario concentrato nei periodi marzo-giugno per la stagione estiva e settembre-dicembre per la stagione invernale, in cui l'azienda deve investire nella preparazione dei campionari, nell'allestimento degli eventi fieristici per le successive stagioni. Il marchio principale della Fashion Inc. s.r.l. (Rebel by Fashion Inc.) continua ad acquisire notorietà sul mercato per la sua specializzazione verso i capi spalla, per cui che la crescita attesa del fatturato sarà orientata sempre più verso la stagione autunno/inverno. Si può ipotizzare che proseguendo il trend positivo del fatturato crescerà anche la notorietà e l'identificazione del marchio verso questa tipologia di capi e, di conseguenza si incrementerà anche la differenza tra il fatturato delle stagioni autunno/inverno e delle stagioni primavera/estate. Ciò comporterà un inasprimento della tensione finanziaria nelle scadenze di fine settembre, almeno fino a quando l'azienda avrà raggiunto una fase di equilibrio della gestione. Dall'analisi effettuata emerge che:

- Dopo un periodo di start up nel quale venivano applicati margini di vendita aggressivi, l'azienda adesso può lavorare con una marginalità molto elevata ed ancora in crescita;
- Il prodotto, grazie alle capacità creative di Fashion Inc. è apprezzato sul mercato e presente nelle migliori piazze della moda internazionale;
- Il mercato è molto complesso dal punto di vista finanziario data la stagionalità e la forte differenza tra i tempi di pagamento e i tempi per l'incasso dei crediti nell'ambito della stessa campagna stagionale;
- Il fatturato è in rapida crescita registrando un incremento intorno al 50% anno su anno;
- La crescita è giunta in una fase del ciclo di vita dell'impresa che deve essere adeguatamente agevolata da una corretta e costosa attività promozionale che permetta di promuovere la conoscenza e il posizionamento dei marchi a livello mondiale
- Il margine elevato permette di trasformare la crescita di fatturato in incremento di autofinanziamento netto che può essere utilizzato per finanziare l'ampliamento del working capital dovuto alla crescita stessa;

- L'azienda è supportata da affidamenti da parte del sistema creditizio che gli permettono di far fronte anche alle cicliche punte finanziarie che necessariamente si verificano in determinati periodi dell'anno;
- L'azienda ha necessità di finanziare con debito a medio-lungo termine gli investimenti promozionali così da supportare al meglio la crescita e giungere nel minor tempo possibile ad attivare la dinamica positiva per cui la crescita stessa può essere autofinanziata.

La Fashion Inc. s.r.l. sta affrontando un periodo di veloce crescita, i risultati consuntivi confermano che l'azienda ha tutte le potenzialità per diventare, in pochi anni, un protagonista assoluto dell'alta moda Made in Italy. La fase attuale rappresenta, però, il momento in cui l'impresa deve investire per consolidare il proprio marchio e raggiungere una certa posizione sul mercato, in linea con il ciclo di vita delle imprese del settore moda.

II.1.10 L'evento dannoso

La valutazione e l'individuazione del danno emergente e lucro cessante è ascrivibile ad una illegittima segnalazione alla Centrale Rischio della Fashion Inc. Srl che ha prodotto un immotivato peggioramento del rating creditizio di detta società creando difficoltà gestionali e finanziari con il sistema bancario e per l'impresa stessa inducendola a procrastinare importanti investimenti di natura commerciale determinanti per la crescita del valore. La Fashion Inc. Srl (Società) nei primi giorni del mese di marzo ha rilevato la segnalazione di un legame societario nell'impresa "De' desiderii" di Siena. Essendo tale società in stato di mora, in modo automatico si è generata la segnalazione alla Centrale Rischio della Fashion Inc. srl, con effetti negativi sia sul rating che sulla concessione del credito. Occorre segnalare il fatto che la situazione economico-finanziaria della società Fashion Inc. srl, come emerge dalle fig. 14 e 15, presenta una sostanziale crescita del fatturato ed una tendenziale stabilità reddituale. La Società, come in più parti ribadito, si trova in una fase del ciclo di vita in cui è necessario effettuare degli investimenti in comunicazione proprio per consolidare tale crescita ed ottenere un posizionamento del brand sul mercato, oltre a dover soddisfare, sul piano finanziario, l'ampliamento del fabbisogno di circolante da elevata crescita. La Fashion Inc. srl ha proceduto alla comunicazione dell'illegittima segnalazione alla Banca d'Italia, precisando l'inesistenza di tale rapporto societario, il 31 marzo 2014, ma al

mezzo di agosto risultava ancora presente tale “segnalazione” nel circuito bancario, con effetti negativi sul costo del capitale, con la chiusura verso l'estensione dei finanziamenti per la crescita da parte degli istituti già in rapporto con la Società ed il diniego di affidamenti da parte di altre banche, nonostante la presenza di buoni fondamentali di bilancio. Anche gli istituti bancari contattati non sono stati inizialmente in grado di motivare tale discrepanza tra il rating della Società e i suoi dati di bilancio consuntivi e gli schemi previsionali. Il 3 settembre viene di nuovo inviata la comunicazione di rettifica alla Banca d'Italia, la quale risponde con l'inoltro di una email datata 31 marzo in cui si chiede alla Società la compilazione di un modulo per la cancellazione dei rapporti societari sopra evidenziati. Tale modulo è stato prontamente inoltrato dalla Fashion Inc. srl il 4 settembre, ma oramai gli effetti negativi, come confermato da alcuni istituti bancari, si erano generati.

III.2 La perizia aziendale

L'obiettivo della relazione di stima è quello di individuare e stimare le due componenti del danno, così come disciplinate dal codice civile ex art.1223: il danno emergente ed il lucro cessante subito dalla Fashion Inc. nel periodo di riferimento marzo-dicembre 2014. Di seguito vengono presentate le informazioni riguardanti le ipotesi che sono state alla base del lavoro, le limitazioni incontrate e i documenti di supporto. Si è assunta come data di riferimento della valutazione contenuta nella presente relazione il periodo marzo-dicembre 2014, fase in cui la Fashion Inc. Srl ha subito l'illegittima segnalazione alla Centrale Rischio. Le analisi svolte sono basate sugli eventi ritenuti certi o ragionevolmente prevedibili alla data della presente relazione. Sono stati esclusi dalle analisi tutti gli elementi di natura eminentemente straordinaria, e dunque non ragionevolmente prevedibili, non coerenti con i principi di logica e prudenza adottati nel presente lavoro. Si è inoltre fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute dal management della Fashion Inc. Srl e consulenti designati dall'impresa. Ai fini della stesura della presente relazione chi scrive ha fatto riferimento alla seguente documentazione di supporto fornita dalla società Fashion Inc. S.r.l:

- Bilanci di esercizio;
- Business Plan 2015-2018;
- Dettaglio spese subite;

- Informazioni contabili fornite dal management e consulenti.

III.2.1 Prime considerazioni: individuazione degli effetti dell'evento dannoso

Dopo un'attenta disamina dei documenti societari e una profonda riflessione sulle conseguenze che l'evento descritto precedentemente per il business della società, si possono indicare i seguenti effetti negativi generati dall'illegittima segnalazione alla Banca d'Italia:

- Peggioramento dello standing creditizio con aumento del costo del capitale a credito;
- Diniego da parte delle banche già in rapporto con la Società ad incrementare gli affidamenti per finanziare la crescita del capitale circolante prodotto dall'aumento del fatturato con conseguente riduzione degli affidamenti da parte di alcune banche affidatarie;
- Diniego di concessione di nuovi affidamenti per finanziare gli investimenti comunicazionali necessari per il consolidamento del brand come indicato in precedenza (ampliamento spazi espositivi nelle fiere, organizzazione sfilate, campagne comunicazionali, riorganizzazione della rete di vendita nei paesi già presidiati e sviluppo di reti di vendita per nuovi paesi);
- Necessità di interruzione e/o rinvio degli investimenti comunicazionali;
- Effetto negativo sulla reputation della Società con la produzione di disfunzioni amministrative e gestionali collegate alla ricerca di fonti di finanziamento alternative e/o al razionamento del capitale;

III.2.2 Le nuove assunzioni mancate

Vi è tra gli altri effetti anche un empasse gestionale dovuta alla mancata assunzione di tre figure professionali. Gli effetti della mancanza di queste figure professionali saranno rilevabili solo dopo la consegna dei capi della stagione e quindi a partire da dicembre prossimo quando saranno possibili lamentele da parte della clientela. Gli effetti economici si concretizzeranno nella maggior difficoltà ad incassare crediti verso clienti insoddisfatti e in una potenziale diminuzione delle vendite nelle prossime stagioni dovuta al rischio che all'azienda Fashion Inc. s.r.l. venga associata un'immagine di scarso livello qualitativo.

III.2.2.1 Magazziniere

Un nuovo magazziniere ,in particolare nei periodi in cui si producono le collezioni. Con il crescere del fatturato il numero delle movimentazioni di magazzino è sempre più elevato e richiede un impegno che già con la stagione Autunno/Inverno 2014 ha saturato la manodopera esistente, provocando errori e imprecisioni, oltre che a creare situazioni di stress che hanno peggiorato il clima aziendale mettendo a rischio la qualità finale del prodotto. Si ricorda che le crescite del fatturato sono ascrivibili soprattutto ad un miglioramento della customer satisfaction: tali disfunzioni possono inficiare i risultati raggiunti.

III.2.2.2 Responsabile di produzione

Un responsabile di produzione, una figura di alto livello professionale, specialista nel settore tessile in grado di organizzare al meglio i flussi di lavoro nelle diverse fasi della produzione, dalla realizzazione dei campionari, alla logistica delle materie prime e dei semilavorati da e verso i terzisti nella fase di produzione, alla consegna dei prodotti finiti ai clienti, fino alla valutazione dei feedback dei clienti stessi e la gestione dei riassortimenti. In particolare, la funzione più importante della figura sarebbe il controllo della qualità in ogni fase.

III.2.2.3 Responsabile dell'area commerciale

La terza figura professionale che la Fashion Inc. ha rinunciato ad assumere a causa delle problematiche finanziarie è un Responsabile Commerciale. Anch'esso una figura di elevato livello professionale e con esperienza nel settore che avrebbe avuto il compito di gestire la rete commerciale esistente, implementare strategie commerciali per aggredire nuovi mercati e/o incrementare le vendite nei mercati esistenti. Come si è avuto modo di ribadire in diverse occasioni, con la crescita del fatturato e l'attività commerciale svolta fino ad oggi, i marchi della Fashion Inc. hanno acquisito una buona notorietà nel mercato mondiale. La forza commerciale della Fashion Inc. non è però in grado di tradurre tale notorietà in fatturato. Si ricorda che la fase del ciclo di vita della Fashion Inc. impone forti attività ed investimenti proprio nella gestione commerciale. Il primo mercato dell'azienda è l'Italia dove viene prodotto circa il 50% del fatturato che, nella stagione Autunno/inverno 2014 rappresenta un ammontare delle vendite di circa 1 milione di Euro. Se pur anche il mercato italiano non risulti ad oggi ancora saturo per

l'azienda e quindi gli spazi per la crescita siano ancora molto elevati, i mercati esteri, anche quelli europei, risultano assolutamente poco sfruttati. Considerando un mercato simile a quello italiano per dimensioni come la Germania, si potrebbe supporre che in questo Paese la Fashion Inc. possa essere in grado di sviluppare un fatturato almeno pari a quello italiano; invece nella stagione Autunno Inverno 2014 le vendite in Germania sono state solo di circa 145.000 Euro. L'esempio della Germania vale, con le dovute proporzioni, per tutti i Paesi del mondo dove è presente la Fashion Inc.. Risulta quindi evidente che la presenza di una figura commerciale per la Società, che possa essere in grado di sviluppare le potenzialità di tutti i mercati del mondo, da giugno/luglio 2014, avrebbe permesso di sviluppare le vendite già dalla prossima stagione Autunno/Inverno 2015. Considerando solo la Germania, non è eccessivamente ottimistico ipotizzare che un buon commerciale sarebbe stato in grado di sviluppare un livello di fatturato almeno pari a quanto venduto in Italia nella precedente stagione Autunno/Inverno 2014 ovvero 1 milione di Euro. Per cui ipotizzando un livello di margini pari a quelli della stagione precedente, ovvero il 100% dei costi variabili comprensivi dei costi commerciali, ed una crescita del fatturato pari alla stagione precedente (48%), si può calcolare il danno che sarà prodotto dal non aver potuto disporre di Responsabile Commerciale:

| | |
|---|-----------|
| Vendite Germania 2014 | 145.000 |
| Vendite Germania 2015 stimabili senza responsabile commerciale (+48%) | 214.600 |
| Vendite Germania 2015 con commerciale | 1.000.000 |
| Perdita di fatturato per la mancanza di commerciale | 785.400 |
| <hr/> | |
| Perdita di margine per la mancanza di commerciale | 392.700 |

Tabella IX: danno da mancanza di responsabile area commerciale, cifre in euro (fonte dati perizia Fashion Inc.)

La perdita di 392.700 euro è ascrivibile solo per il mercato tedesco e per la stagione Autunno/Inverno 2015, dovuta all'impossibilità della Fashion Inc. di assumere un responsabile commerciale di elevato livello professionale, a causa delle tensioni finanziarie date dalla non corretta rappresentazione della situazione dell'azienda in Centrale Rischi

III.2.3 Il danno emergente in Fashion Inc. srl

In relazione alla valutazione del danno emergente prodotto dall'ipotesi di illegittima segnalazione alla Centrale Rischi, la giurisprudenza, in diverse sentenze, riporta che possono essere risarciti sia il danno non patrimoniale alla persona, anche giuridica, con riguardo ai valori della reputazione e dell'onore (essendo anche i soggetti collettivi titolari dei diritti della personalità a tutela costituzionale ex art. 2 Cost.), sia il danno al patrimonio, che può essere oggetto della prova presuntiva, quale conseguenza per l'imprenditore di un peggioramento della sua affidabilità commerciale, essenziale anche per l'ottenimento e la conservazione dei finanziamenti, con lesione del diritto ad operare sul mercato secondo le regole della libera concorrenza.³⁵ La errata segnalazione in Centrale Rischi comporta, difatti, un danno alla reputazione di un soggetto ed una lesione buon nome, dell'immagine, dell'onore e della reputazione economica, con evidenti conseguenze anche di natura commerciale ed sulla possibilità di accesso al credito. Come riportato dal Tribunale Roma 21 maggio 2014 l'errata segnalazione determina un danno *in re ipsa* che legittima al risarcimento senza che incomba sul danneggiato l'onere di fornire la prova del danno stesso, che potrà essere liquidato in via equitativa. (www.ilcaso.it/giurisprudenza). In considerazione a quanto sopra premesso si rende necessaria la valutazione del danno emergente subito dalla Fashion Inc. Srl nel periodo di illegittimo peggioramento del rating, sotto un attento principio di ragionevole certezza. Tra gli effetti delineati nel paragrafo precedente si ritiene che possano essere riconducibili alla fattispecie del danno emergente i seguenti aspetti da sottoporre a valutazione:

- l'aumento del costo del capitale a credito;
- attività di consulenza per la soluzione dell'evento;
- Empasse gestionale.

³⁵ Cfr., per tali principi, le decisioni Cass. 30 agosto 2007, n. 18316; 4 giugno 2007, n. 12929; 18 aprile 2007, n. 9233; 28 giugno 2006, n. 14977; 3 aprile 2001, n. 4881; 23 marzo 1996, n. 2576; v. pure Cass. 18 settembre 2009, n. 20120, in tema di assicurazione contro i danni.

| | Valori teorici | Valori effettivi |
|---|----------------|------------------|
| Costi per prestazioni pratica Fashion Inc./ BI | 15.000 | 15.000 |
| Of aggiuntivi per peggioramento rating creditizio | 15.000 | 15.000 |
| Mancanza personale qualificato per il mercato tedesco | 329.700 | - |
| Totale | | 30.000 |

Tabella X: calcolo danno emergente Fashion Inc. srl, cifre in euro(fonte perizia Fashion Inc.)

Come rilevabile in tabella IX, si evidenzia un danno emergente in relazione a costi evidenti per la gestione della pratica e per un aumento del costo del capitale a credito prodotto dal peggioramento del rating. Per quello che attiene gli effetti negativi prodotti dall'empasse gestionale, che non ha consentito l'inserimento delle figure professionali in azienda, come ampiamente descritto in precedenza, si ritiene opportuno, in quanto ispirati ad una logica di valutazione prudentiale, di non attribuire tale importo al valore del danno emergente. Esso, difatti, non risponde pienamente all'attributo di ragionevole certezza richiesta dal legislatore ed inoltre, tali effetti, essendo più rilevabili negli esercizi successivi, sono più correttamente riconducibili alla fattispecie del lucro cessante. Per quanto attiene la voce relativa ai costi sostenuti per prestazioni professionali rese necessarie per la gestione dell'illegittima segnalazione si riportano in tabella X gli elementi specifici.

| | Valori effettivi |
|--|------------------|
| Prestazioni professionali avvocato | 6.000 |
| Prestazioni professionali consulente finanziario | 3.000 |
| Impiego amministratore al 24 gg periodo Mar-Dic 2014 | 6.000 |
| Costi per prestazioni pratica Fashion Inc./ BI | 15.000 |

Tabella XI: costi per prestazioni Fashion Inc., cifre in euro(fonte perizia Fashion Inc.)

In merito agli oneri finanziari si precisa che dopo il riconoscimento del corretto rating creditizio alla Fashion Inc. Srl da parte del sistema bancario il costo medio del debito è diminuito di circa 3,5 punti medi, con differenziazione all'interno del portafoglio tassi. Il peso percentuale dei 3,5 punti del costo del debito corrispondono, se applicati alla movimentazione del livello di indebitamento dell'azienda, ad un valore assoluto di 15.000 euro circa di oneri finanziari. Il danno subito dalla Fashion Inc. può dunque essere individuato come il mancato rating migliorativo che avrebbe dovuto esser riconosciuto alla Fashion Inc. nel periodo di errata attribuzione del legame societario

con la “De’ desideri”. Il non esser riuscita dunque a migliorare, in modo ingiustificato, lo standard creditizio aziendale nel periodo in esame, è costato all’azienda un aumento degli oneri finanziari per 15.000 euro. (Fonte Dati: Estratti conto e piano dei finanziamenti azienda Fashion Inc..)

II.2.4 Il lucro cessante in Fashion Inc. srl

Nell’ambito della valutazione del lucro cessante causato dall’illegittima segnalazione si può osservare che la Società, a causa del comportamento dannoso, ha sostanzialmente subito una perdita di chance. Come si è avuto modo di rimarcare nelle parti precedenti la Fashion Inc. srl ha vissuto un particolare trend di crescita del fatturato e degli ordini, oltre a riconoscimenti in termine di reputation da parte del mercato. In linea con il ciclo di vita delle imprese del Sistema Moda un’azienda giunta a tale fase di sviluppo, come più volte rimarcato, si trova necessariamente a dover optare per un’opzione di sviluppo senza la quale il forte trend di crescita del fatturato è progressivamente destinato a ridursi per poi entrare in una fase di maturità e poi di declino. Si possono, difatti, riportare a tale riguardo i cicli di vita di imprese *comparables*, tra cui Cucinelli, etc, le quali difatti giunte nelle fasi di posizionamento che vive al momento la Fashion Inc. srl hanno promosso importanti investimenti in attività comunicazionali che hanno difatti consentito di raggiungere le posizioni attuali. In relazione a ciò la Fashion Inc. srl nel periodo febbraio-settembre 2014 stava infatti svolgendo con le banche l’analisi del mix di finanziamento adeguato a supportare il fabbisogno finanziario necessario per supportare la crescita ed il lancio comunicazionale. Per la valutazione della chance persa dalla Società si è supposto di quantificare la perdita di valore dell’impresa (*Enterprise value*) per non aver effettuato l’opzione di sviluppo di cui sopra. Di seguito si presentano le basi teoriche e le *assumptions* per la valutazione dell’*enterprise value*, sempre ispirate a un principio prudenziale. Come già detto nei paragrafi precedenti, Nella prassi della *evaluation* è necessario formalizzare l’analisi almeno con due metodologie, una definita principale, quella ritenuta più adeguata a rilevare le potenzialità del contesto aziendale, la seconda, detta di controllo, che si basa su un approccio relativamente più “aggressivo”. Il risultato sarà, infatti, espresso da un *range* di valori, sul quale le parti convenute potranno impostare un approfondimento di natura contrattuale, anche al fine di comprendere degli eventuali elementi di natura qualitativa, che non è stato possibile riportare nel processo di stima. In relazione a tali *assumptions* si ritiene opportuno procedere ad una valutazione ponderata sulla base dell’applicazione

di più metodologie di cui sopra ³⁶, proprio al fine di inglobare, ma al tempo stesso, mitigare i diversi aspetti che qualificano la Fashion Inc. srl, sempre con una logica di tipo prudenziale. Si ricorda che l'obiettivo di tale valutazione è quello di individuare un valore che la società avrebbe potuto avere in caso di esercizio dell'opzione di sviluppo come sopra ampiamente illustrato.

In sintesi si sono applicati:

- Discounted Cash Flows Valuation (DCF) a due stadi;
- I Multipli di Borsa.

II 2.4.1 Discounted Cash Flows Valuation

Come già descritto precedentemente il DCF rappresenta indubbiamente la metodologia più in uso nell'ambito della corporate *valuation* e come visto precedentemente anche nella determinazione del danno risarcibile, in una logica *before-and-after* . Il valore di un'impresa viene determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri generati dalla stessa. L'applicazione del Discounted Cash Flow nella valutazione punta a dare risalto ed importanza a quattro distinti fattori:

- i flussi di cassa generati dagli assets esistenti;
- la crescita attesa generata dai nuovi investimenti e da una maggiore efficienza delle attività esistenti;
- i tassi di sconto che emergono dall'analisi del costo del capitale e della rischiosità operativa;
- la valutazione di quando l'azienda diventa una società a crescita stabile (che ci permette di stimare il terminal value).

Si può osservare che le caratteristiche della Società in analisi, impresa in attività, con rilevanti trend di crescita del fatturato e del portafoglio ordini, con importanti progetti di sviluppo in essere, hanno portato ad individuare come metodologia idonea proprio il DCF, in quanto si ispira al concetto di potenzialità di crescita di valore dell'impresa proprio in seguito ai progetti di investimento promossi. Nella valutazione si giungerà all'Enterprise Value Netto (EVN) aggiungendo il valore della Posizione Finanziaria Netta (PFN), dato dalla somma algebrica dei debiti finanziari, crediti finanziari, liquidità, partecipazioni e titoli strategici. L'approccio standard per la valutazione degli

³⁶ Si rimanda al Cap 2, par 2 del presente lavoro

assets esistenti è stimare i flussi di cassa, che tali attività generano, e fissare il loro valore partendo dall'analisi dei bilanci della società e della sua storia pregressa. La maggior parte del valore di un'impresa in forte crescita come la Fashion Inc. srl proviene dalle aspettative future per i progetti implementati. Prevedere tale crescita non è un esercizio semplice. Per prima cosa si propongono dei valori previsionali di crescita alquanto elevati che, comunque, nel caso specifico si collegano ai rilevanti delta di fatturato registrati nelle ultime collezioni. Inoltre va ricordato che non sono le entrate o una crescita degli utili di per sé a determinare il valore, ma la qualità di questa crescita. Per valutare la qualità della crescita si dovrà vedere quanto l'azienda reinveste per generare la crescita attesa. Di fronte alle incertezze che la valutazione di imprese in crescita propone è naturale apportare aggiustamenti al *DCF* in modo da realizzare ipotesi di Enterprise Value realistiche. Occorre adottare opportuni correttivi tra cui la scelta di un adeguato tasso di attualizzazione e di un opportuno Terminal Value. Inoltre l'intera valutazione è stata ispirata a principi prudenziali articolando le previsioni per scenari: scenario atteso, best and worse.

III.2.4.1.1 Stima tassi di attualizzazione

Nella valutazione uno dei parametri fondamentali da stimare è il tasso di attualizzazione dei flussi da sottoporre ad analisi. Ai fini dell'attualizzazione dei margini operativi netti, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda; detto tasso è individuabile nel costo medio ponderato del capitale (weighted average cost of capital, di seguito definito wacc). Si ricorda e si richiamano i seguenti concetti della corporate valuation:

Il wacc è definito come segue:

$$Wacc = K_d * \frac{D}{(D + E)} (1 - t) + K_e * \frac{E}{(D + E)}$$

dove :

K_e = costo del capitale di proprietà;

K_d = costo del capitale di debito;

E = equity;

D = debiti finanziari;

t = aliquota fiscale.

Il costo del capitale di debito (K_d) è pari al costo medio dei debiti onerosi della società. Il costo del capitale di rischio è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del Capital Asset Pricing Model (CAPM), definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

dove:

K_e = costo del capitale di proprietà;

R_f = risk free rate;

R_m = medium risk market rate;

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio generale di mercato;

β = beta, coefficiente di variabilità, o di rischiosità sistemica dell'azienda, che misura il rischio specifico della stessa in termini di variabilità del suo rendimento rispetto a quello generale di mercato.

I tassi sopra definiti, rappresentando il rendimento di mercato da garantire agli investitori in capitale di debito ed in capitale di rischio, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società oggetto di valutazione. Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (leverage), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- riferirsi alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- riferirsi alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base o dei valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza; oppure dei valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal management della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Nel caso di Fashion Inc. la struttura finanziaria prevede presenza di fonti di finanziamento esterne, per cui il tasso di attualizzazione opportuno 13,43%, come Wacc lordo, sempre secondo una logica prudentziale.

| Elementi | Simboli | Valori | Fonte dati |
|------------------------|-------------------|--------|-----------------|
| Tasso free risk | R_f | 1,90% | Damodaran.com |
| Country risk premium | Cr_f | 2,85% | Damodaran.com |
| Total risk free | Total R_f | 4,75% | Damodaran.com |
| Market risk premium | Mrp | 7,90% | Damodaran.com |
| Aliquota fiscale | T | 41,20% | Consuntivo |
| Costo del debito lordo | K_d lordo | 9,00% | Dati management |
| Costo del debito netto | K_d netto | 5,29% | Dati management |
| Beta levered società | $\beta_{levered}$ | 2,39 | tabella XIII |
| Costo equity | K_e | 23,53% | tabella XIV |
| Leverage | D/E | 2,14 | Consuntivo |
| Tasso di crescita | G | 1,50% | Allegato 4 |
| Wacc lordo | | 13,43% | |
| Wacc netto | | 10,86% | |

Tabella XII: calcolo wacc Fashion Inc.

Si è dunque proceduto alla stima delle singole componenti del wacc, con il calcolo del tasso K_e e del β , come descritto di seguito. Il costo del capitale di rischio è stato ottenuto applicando il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, secondo la nota relazione:

$$K_e = R_f + Mrp * \beta$$

Come proxy del tasso rendimento degli investimenti privi di rischio, chi scrive ha impiegato il tasso free risk, che ingloba anche il country risk premium, fornito da banche dati, accreditate a livello internazionale dagli analisti, pari a 4,75%. Con l'analisi della Fashion Inc. srl ci riferiamo ad aziende non quotate. Per questo motivo si renderà necessario l'utilizzo dell'approccio *bottom-up* per determinare il β dell'azienda. Il coefficiente beta (β) è stato stimato ricorrendo all'individuazione di un campione di società europee comparabili (tabella XIII) e del settore Apparel, per il mercato europeo. In particolare, l'analisi svolta ha condotto ad individuare un paniere di società appartenenti al settore apparel (abbigliamento). Il campione di aziende è stato depurato dalle società che mostrano

specificità di business e di mercati di riferimento non pienamente comparabili a quelli della Società. I comportamenti outlier di alcune società sono poi stati eliminati attraverso l'utilizzo di medie escludenti i valori estremi del campione. Inoltre è stata valutata la sensibilità rispetto a cambiamenti nell'orizzonte temporale di riferimento delle rilevazioni. Nel caso in oggetto si presenta l'accezione levered in quanto la Società presenta una struttura finanziaria mista.

| Guideline comparables | Valori beta |
|--|-------------|
| Ferragamo | 0,79 |
| Moncler | 0,74 |
| Cucinelli | 0,86 |
| Stefanel | 1,84 |
| $\beta_{\text{unlevered}}$ medio comparables | 1,06 |
| β settoriale (Damodaran, 135 imprese) | 0,89 |
| $\beta_{\text{unlevered}}$ medio | 0,97 |
| Leverage Fashion Inc. | 2,14 |
| β_{levered} Fashion Inc. | 2,39 |

Tabella XIII: assumptions calcolo beta (fonte perizia Fashion Inc.)

Essendo R_m il rendimento di un portafoglio formato da tutti i titoli azionari presenti in un mercato, M_{rp} è il cosiddetto premio per il rischio che un investitore si attende per aver investito in tale paniere, anziché in attività prive di rischio. Per quelli che attiene gli altri elementi si precisa che dalle assumptions di cui sopra si ottiene :

| Elementi | Valori |
|---------------------------------------|--------|
| Total risk free | 4,75% |
| β_{levered} Fashion Inc. | 2,39 |
| Market risk premium | 7,90% |
| K_e | 23,53% |

Tabella XIV: calcolo equity Fashion Inc. (fonte perizia Fashion Inc.)

II.2.4.1.2 Terminal Value e relativi aggiustamenti

I flussi di cassa attesi (vedi allegati) e i tassi di sconto sono input fondamentali del processo valutativo. Per poter definire il valore dell'impresa tuttavia, occorre stimare

una grandezza ulteriore: il *Terminal Value* (TV). Per le unità operative in fase di sviluppo gran parte dell'intero valore dell'azienda spesso dipende proprio dal *terminal value* in quanto la creazione di valore che si attende è proprio ascrivibile ai ritorni dovuti agli investimenti e alla crescita del fatturato. Esistono tre modi possibili per stimare il *terminal value* (Damodaran A, *The dark side of valuation : valuing old tech, new tech, and new economy companies*, Upper Saddle River: Financial Times Prentice Hall, 2009):

- Se si è in grado di valutare l'azienda sotto l'ipotesi di crescita a tempo indeterminato il *Terminal Value* potrebbe essere scritto in funzione sia del tasso di crescita perpetuo che dei rendimenti in eccesso⁴ che accompagnano il tasso di crescita;
- Se l'ipotesi di flussi di cassa continui in perpetuo è troppo radicale per l'impresa oggetto di valutazione, perché l'impresa è dipendente da una persona (o da persone) chiave per la sopravvivenza oppure perché è una piccola impresa, siamo in grado di stimare il *Terminal Value* ipotizzando che i flussi di cassa continuino per un certo periodo oltre l'orizzonte di previsione;
- L'ipotesi più conservatrice che può esser fatta sul *Terminal Value* è che l'impresa possa essere liquidata alla fine del periodo di previsione. In questo caso il valore di recupero delle eventuali attività, che l'impresa può avere accumulato durante la sua vita, è proprio il *Terminal Value*. Come già accennato in precedenza, in questa situazione, il *Terminal Value* è un valore di liquidazione e non di reddito.

Quando si valutano aziende in crescita, che si pongono come punto d'arrivo la quotazione o la vendita a società quotate, il modello di crescita perpetuo è il più adatto. Per le imprese più piccole o con minori ambizioni, la sopravvivenza al periodo di previsione è l'obiettivo da raggiungere: ipotizzare una vita finita per i flussi di cassa porterà ad un valore più ragionevole. Infine, il valore di liquidazione è più adatto per le aziende che vedono la loro vita operativa limitata nel tempo. Ad esempio perché si basano su una licenza di esercizio che si concluderà in tempi brevi. Nella valutazione in oggetto si è ritenuto opportuno adottare la metodologia più prudente, quella cioè che potesse al contempo tenere in considerazione le possibilità di crescita del contesto aziendale, alla luce però delle specificità strutturali di limitazione che si è avuto modo di

palesare nei passi precedenti, nonché della particolare congiuntura economica in atto. Il *Terminal Value* viene calcolato secondo questa formula:

$$TV = \frac{R}{i - g} (1 + i)^{-n}$$

dove:

$R = R_{n+1}$, reddito normalizzato pianificato nell'esercizio n moltiplicato per $(1 + g)$;

g = tasso di crescita atteso a lungo termine dei redditi d'impresa assunto pari al tasso d'inflazione attesa di lungo periodo.

III.2.4.1.3 La valutazione

Dalle assumptions sopra delineate risulta la presente articolazione della valutazione dell'Enterprise Value mediante DCF, sviluppata nei 3 scenari, base, quello cioè che l'impresa potrà ottenere senza aver potuto sviluppare gli investimenti di natura commerciale nell'anno 2014/2015, quello *best* e quello *worse*, che esprimono rispettivamente l'opzione di sviluppo, in ottica "after harmful event" dunque, con però due ottiche di perfezionamento futuro, di tipo ottimistico (*best*) e pessimistico (*worse*).

| Flussi attesi "after harmful event" | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Free Cash Flows from Operations | -15.147 | 578.000 | 706.000 | 850.000 |

Tabella XVa: flussi attesi Fashion Inc. con evento dannoso, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc.)

| Elementi "after harmful event" | Valori |
|---|-----------|
| Totale flussi attualizzati al momento della valutazione | 1.432.983 |
| Flusso normalizzato | 711.333 |
| Terminal value alla fine del periodo di previsioni analitiche | 5.961.168 |
| Present terminal value | 3.174.230 |
| Enterprise value | 4.607.213 |
| PFN | 1.324.000 |
| W impresa Fashion Inc. | 3.283.213 |

Tabella XVI a: valore impresa Fashion Inc. scenario atteso (cifre in euro)

| Flussi attesi "before harmful event" best | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|----------|---------|-----------|-----------|
| Free Cash Flows from Operations | -381.058 | 345.809 | 1.157.620 | 1.698.478 |

Tabella XVb : flussi attesi Fashion Inc. senza evento dannoso in ipotesi ottimistiche, cifre in euro(fonte perizia Fashion Inc. e allegati)

| Elementi "before harmful event" best | Valori |
|---|-----------|
| Totale flussi attualizzati al momento della valutazione | 1.751.866 |
| Flusso normalizzato | 1.067.302 |
| Terminal value alla fine del periodo di previsioni analitiche | 8.944.285 |
| Present terminal value | 4.762.694 |
| Enterprise value | 6.514.560 |
| PFN | 1.324.000 |
| W impresa Fashion Inc. | 5.190.560 |

Tabella XVIIb: valore impresa Fashion Inc. scenario best, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc. e allegati)

| Flussi attesi "before harmful event" worse | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--|----------|---------|---------|-----------|
| Free Cash Flows from Operations | -268.352 | 340.008 | 907.725 | 1.220.067 |

Tabella XVc: flussi attesi Fashion Inc. senza evento dannoso in ipotesi pessimistiche, cifre in euro(fonte perizia Fashion Inc. e allegati)

| Elementi "before harmful event" worse | Valori |
|---|-----------|
| Totale flussi attualizzati al momento della valutazione | 1.370.359 |
| Flusso normalizzato | 822.450 |
| Terminal value alla fine del periodo di previsioni analitiche | 6.892.354 |
| Present terminal value | 3.670.072 |
| Enterprise value | 5.040.431 |
| PFN | 1.324.000 |
| W impresa Fashion Inc. | 3.716.431 |

Sulla base delle assumptions sopra riportate, sono stati elaborati, nelle tabelle XVI a-c, tre diversi scenari indicativi delle seguenti condizioni:

- Scenario atteso: prende in considerazione, sulla base del business plan e sulle stime del management, i fondamentali dell'impresa attesi sulla base dei dati attuali, considerando dunque le crescite di fatturato influenzate dal blocco della programmazione degli investimenti pubblicitari a causa dell'ingiustificato peggioramento di rating. I flussi di cassa e il terminal value dell'impresa danno un valore attuale netto dell'impresa di circa 3,3 milioni. (*after*)
- Scenario ottimistico o best: prende in considerazione, sulla base di uno studio effettuato sul paniere di comparables, di cui alla tabella XII, volto ad individuare il grado di leva medio di remuneratività dell'investimento pubblicitario, le prospettive e i risultati che l'azienda *avrebbe raggiunto* nel caso avesse potuto godere dei finanziamenti necessari per la campagna pubblicitaria pianificata. In base ai flussi generati attraverso un software di programmazione appositamente elaborato, emerge un valore aziendale di circa 5 milioni di euro. (*before best*).³⁷
- Scenario pessimistico o worse: prende in considerazione le stesse assumptions previste per lo scenario ottimistico, ma prevedendo una decurtazione dei tassi di crescita del precedente, adeguando dunque il valore aziendale considerando qualsivoglia tipologia di frizione ed evento aleatorio del mercato. In base ai flussi e al terminal value, emerge un valore aziendale in questo caso di 3,7 milioni circa. (*before worse*)

III.2.4.2 I Multipli Di Borsa

Questo metodo è detto “*quick and dirty*” (veloce e sporco) proprio perché rapido ma non sempre preciso. Tale definizione rende immediatamente l'idea di quale sia la natura di questa tipologia di valutazione: potenzialmente erronea se non ben applicata. Come già detto nei paragrafi precedenti infatti, il ricorso a tale metodo nella valutazione di

³⁷ Lo studio riporta un valore di leva medio di mercato di 3,75, ovvero un fatturato di 3,75 euro per ogni euro investito in pubblicità. Appare infatti sensato ottenere tali livelli di remuneratività nel settore della moda, nel quale la pianificazione di un importante *promotion and communication budget* assume il ruolo di una delle più importanti leve competitive.

aziende, soprattutto nel contesto italiano e europeo, è decisamente delicato, soprattutto nella particolare fase economica. Occorre, però, precisare che esso rappresenta indubbiamente il più utilizzato nella prassi operativa dagli advisors, proprio per il fatto di essere “veloce” e in grado di esprimere i trend del mercato. È indubbio che occorre adottare la dovuta cautela e correttivi necessari per attenuare le criticità espressive che tale metodo può esprimere. I multipli possono essere classificati in due macro-categorie: (Damodaran A, *The dark side of valuation : valuing old tech, new tech, and new economy companies*, Upper Saddle River: Financial Times Prentice Hall, 2009.) :

- Multipli da transazioni private: per aziende non quotate;
- Multipli pubblici: per società quotate in borsa.

Nel caso specifico di Fashion Inc. srl si è proceduto ad individuare i Multipli, *EV(Ebitda, EV/Ebit, EV/Sales, EV/Invested capital)* del settore Apparel, in cui possono essere ricondotte le attività dell’impresa, ponendo un correttivo di ponderazione con gli stessi multipli calcolati per la Società, a fronte dell’*Enterprise Value* mediante *DCF*, sempre seguendo l’articolazione per scenari.

II.2.4.2.1 La valutazione

| Fondamentali attesi “after harmful event” 2016 | Valori |
|--|-----------|
| Ebitda | 2.093.000 |
| Pfn | 1.324.000 |
| Ebit | 889.000 |
| Sales | 4.094.000 |
| Invested capital | 2.770.000 |

Tabella XVII a : fondamentali Fashion Inc. srl scenario atteso, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc. e dati management)

La tabella XVIII a mostra i principali fondamentali riferenti allo scenario atteso presi in esame per la valutazione dell’Fashion Inc. srl con la metodologia dei multipli di borsa.

| Multipli | Valore azienda | Medie settoriali ³⁸ | Enterprise value | W azienda |
|-----------------|----------------|--------------------------------|------------------|------------|
| Ev/Ebitda | 1,57 | 11,94 | 24.990.420 | 23.666.420 |
| Ev/Ebit | 3,69 | 12,24 | 10.925.810 | 9.601.810 |
| Ev/Sales | 0,8 | 2,55 | 10.439.700 | 9.115.700 |
| Ev/Inv. Capital | 1,19 | 3,05 | 8.448.500 | 7.124.500 |

Tabella XVIII a: Valutazione dei multipli di mercato Fashion Inc. srl scenario con evento dannoso, cifre in euro (fonte perizia e dati Damodaran.com)

La tabella XIX a, in riferimento ai dati sui fondamentali della tabella XVIII a, indica i principali multipli di settore, rapportati con quelli dell'azienda, che essendo ancora nella fase iniziale del suo ciclo di vita presenta, come immaginabile, valori al di sotto delle medie settoriali. Nell'ultima colonna si possono apprezzare dunque le varie configurazioni di valore dell'azienda, con evento dannoso occorso, relative ai vari indicatori di mercato. Di seguito si vedano i medesimi risultati anche per gli scenari *before damage*, in ipotesi di *assumptions* ottimistiche prima:

| Fondamentali attesi "before harmful event best" 2016 | Valori |
|--|-----------|
| Ebitda | 2.495.525 |
| Pfn | 1.324.000 |
| Ebit | 898.225 |
| Sales | 4.879.400 |
| Invested capital | 3.505.000 |

Tabella XVIII b : fondamentali Fashion Inc. scenario con evento dannoso best, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc. e dati management)

| Multipli | Valore azienda | Medie settoriali | Enterprise value | W azienda |
|-----------------|----------------|------------------|------------------|------------|
| Ev/Ebitda | 2,08 | 11,94 | 29.784.625 | 28.460.625 |
| Ev/Ebit | 5,78 | 12,24 | 11.039.182 | 9.715.182 |
| Ev/Sales | 1,06 | 2,55 | 12.442.470 | 11.118.470 |
| Ev/Inv. Capital | 1,48 | 3,05 | 10.690.250 | 9.366.250 |

Tabella XIX b : Valutazione dei multipli di mercato Fashion Inc. srl scenario con evento dannoso best, cifre in euro (fonte Perizia e Damodarn.com)

³⁸ Comparto del settore apparel, 135 imprese.

E di *assumptions* pessimistiche poi:

| Fondamentali attesi “before harmful event best” 2016 | Valori |
|--|-----------|
| Ebitda | 2.293.762 |
| Pfn | 1.324.000 |
| Ebit | 874.762 |
| Sales | 4.486.700 |
| Invested capital | 3.429.000 |

Tabella XVIII c : fondamentali Fashion Inc. srl scenario con evento dannoso worse, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc. e dati management)

| Multipli | Valore azienda | Medie settoriali | Enterprise value | W azienda |
|-----------------|----------------|------------------|------------------|------------|
| Ev/Ebitda | 1,62 | 11,94 | 27.387.523 | 26.063.523 |
| Ev/Ebit | 4,25 | 12,24 | 10.750.829 | 9.426.829 |
| Ev/Sales | 0,83 | 2,55 | 11.441.085 | 10.117.085 |
| Ev/Inv. Capital | 1,08 | 3,05 | 10.485.450 | 9.161.450 |

Tabella XIX c : valutazione dei multipli di mercato Fashion Inc. srl scenario con evento dannoso worse, cifre in euro(fonte perizia Fashion Inc. e Damodaran.com)

L’analisi effettuata nelle tabelle XIX (a-c) attraverso l’utilizzo di multipli di mercato permette di generare una serie di valori d’impresa per ognuno dei tre scenari di cui sopra in base a parametri di mercato. I multipli sono stati scelti sulla base di un paniere di 135 imprese del settore moda rappresentativo del comparto bancario sulla base di alcuni dei più importanti studi di finanza di *Damodaran*.³⁹

III.2.5 Il giudizio di stima finale

Alla luce dell’obiettivo evidenziato, il mandato affidato da Fashion Inc. Srl. per la valutazione del danno emergente e lucro cessante, si riportano le seguenti considerazioni conclusive (tabella XVII). Si precisa che si è proceduto quantificando il lucro cessante come delta del valore dell’impresa, individuato con l’enterprise valute, rilevabile nello scenario base, con effetto di segnalazione illegittima, e scenario best e worse, con sviluppo della crescita, sia per il metodo discounted cash flows che con

³⁹ Si veda nelle note bibliografiche

metodo di controllo, dei multipli. Il lavoro, di ispirazione “before-and-after” e di mercato, produce un risultato frutto della combinazione di utilizzo dei due approcci definiti più rilevanti dalla dottrina e più utilizzati nella prassi della valutazione economica del danno, l’ “income approach” e il “market approach”.

| Metodologie | W Scenario after | W Scenario b. best | W Scenario b. worse |
|---------------|------------------|--------------------|---------------------|
| DCF a 2 stadi | 3.283.213 | 5.190.560 | 3.716.431 |
| Multipli | 7.128.031 | 7.916.686 | 7.754.332 |

Tabella XIX: Valori equity azienda dei vari scenari in relazione alle metodologie utilizzate, cifre in euro(fonte perizia Fashion Inc.)

| Metodologie | Δ Before best-after | Δ Before worse-after | Δ medio |
|----------------|---------------------|----------------------|-----------|
| DCF a 2 stadi | 1.907.347 | 433.218 | 1.170.283 |
| Multipli | 788.655 | 626.301 | 707.478 |
| Δ Medio totale | | | 938.880 |

Tabella XXI: Differenziali dei risultati delle metodologie di valutazione utilizzate, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc.)

Dalla tabelle riepilogative XX e XXI emerge quanto segue, per quello che riguarda la valutazione attraverso il DCF:

- Dall’analisi *before-and-after* tra lo scenario best senza il verificarsi dell’evento dannoso e lo scenario atteso emerge una differenza di enterprise value di 1.907.347 euro;
- La differenza di valore tra lo scenario worse senza il verificarsi dell’evento dannoso e lo scenario atteso è pari a 433.218 euro;
- Il differenziale medio di enterprise value ammonta a 1.170.283 euro.

Mentre per quello che riguarda la valutazione attraverso il metodo dei multipli emerge quanto segue:

- Procedendo sempre con l’analisi *before-and-after* emerge un differenziale di valore tra lo scenario atteso e quello best di 788.655 euro;
- Il differenziale tra lo scenario atteso e quello worse è invece di 626.301 euro;
- Il differenziale medio di enterprise value ammonta a 707.478 euro.

In relazione a tali valutazioni il lucro cessante potrebbe essere quantificato, con ragionevole certezza, in considerazione di tutti gli abbattimenti prudenziali che hanno ispirato la valutazione in 938.881 euro, pari alla media dei due differenziali medi emersi dall'applicazione del metodo discounted cash flows a due stadi e quello dei multipli di borsa, pari rispettivamente a 1.170.283 euro e 707.478 euro.

In conclusione, il danno emerso dalla perizia aziendale viene determinato complessivamente in 968.881 euro, suddiviso, come riportato nella tabella XXII, in:

- 30.000 euro di danno emergente;
- 938.881 euro di lucro cessante.

| Componenti del danno subito | Valori |
|------------------------------------|---------|
| Danno emergente | 30.000 |
| Lucro cessante | 938.881 |
| Stima del danno complessivo subito | 968.881 |

Tabella XXII: valutazione danno emergente e lucro cessante Fashion Inc. srl, cifre in euro (fonte perizia Fashion Inc.)

III.2.6 Considerazioni Finali

L'entità delle due fattispecie di danno appena esaminate permette sicuramente di comprendere quelle che sono le caratteristiche peculiari del danno emergente e del lucro cessante. La constatazione del fatto che il lucro cessante ricopra più del 90% della valutazione del danno complessivo stimato non deve certo sorprendere, in considerazione di quelle che sono le caratteristiche che lo differenziano dal danno emergente: il lucro cessante, pur mantenendo una sua attualità e certezza, elementi legalmente imprescindibili, indica una condizione di mancato guadagno, una situazione potenziale che apparentemente non possiede delimitazioni precise nella sua valutazione ma che al contempo stesso deve avere un carattere di ragionevolezza nella sua formulazione. L'intervento di consulenza offerto alla Fashion Inc. srl ha proposto importanti stimoli circa l'utilizzo della valutazione d'azienda in ambito operativo. Seguire per intero il processo della valutazione e della redazione di una relazione di perizia è una delle esperienze più formative che si possano fare vista la multidisciplinarietà delle aree toccate;

- Supportare il management nella formulazione ed elaborazione di budgets e business plans permette di potenziare notevolmente le capacità di pianificazione, programmazione e business planning;
- Analizzare documenti di bilancio e piani finanziari porta ad una rinnovata padronanza degli strumenti di contabilità;
- Elaborare software di programmazione per l'analisi previsionale dei flussi attesi con differenziazione per scenari amplifica le skills econometriche e computazionali;
- L'elaborazione di guidelines di aziende *comparables*, attraverso analisi di mercato e non solo, sviluppano attitudini in campo statistico e della ricerca;
- L'elaborazione di piani di finanziamenti e lo studio dei loro effetti sulla dinamica finanziaria aziendale garantisce una consapevolezza profonda circa le tematiche inerenti alla corporate finance;
- La raccolta e centralizzazione dei dati ritenuti più significativi permette uno sviluppo nella gestione delle informazioni e nella loro interpretazione;
- Seguire il delicato processo di scelta dei parametri, filosofie e tecniche di valutazione aiuta la comprensione delle criticità del lavoro dell'esperto perito;
- Effettuare ricerche bibliografiche di supporto alla determinazione del danno, permette di addentrarsi in ambiti ancora poco scoperti sia dalla dottrina che dalla prassi, ma certamente sempre più cruciali.

CONCLUSIONI

Il campo della determinazione degli eventi dannosi ad oggi risulta un ambito, come detto, non ancora analizzato a fondo. L'analisi presentata nel trattato è partita volutamente proponendo una constatazione data dall'osservazione dell'ambito giuridico di riferimento: non esiste una definizione univoca di danno. Non vi è uno schema predefinito dal legislatore, né a livello nazionale né internazionale. Non vi è una tipicità giurisprudenziale, non sono presenti specifiche fattispecie giuridiche. Vi è invece un impianto normativo che da riferimenti tutt'altro che diretti ed espliciti. Una serie di norme che risultano soggette alla continua reinterpretazione della dottrina e della giurisprudenza. Sostenere che il legislatore tratti in modo superficiale il tema appare però frettoloso; come visto vi è contemporaneamente una fortissima esigenza alla legiferazione circa la tematica della risarcibilità del danno, tema al quale la norma appare molto sensibile. Gli elementi di spunto da questo punto di vista risultano molti, dal passaggio da una filosofia assolutista e sanzionatoria di "nessuna responsabilità senza colpa" ad una reinterpretazione del concetto fino alla moderna responsabilità civile, dall'attenzione alla posizione del danneggiante a quella del danneggiato, dalla continua estensione delle tipologie di danno elevate ad essere risarcibili, dalle modalità di misurazione del danno sempre più evolute fino ai continui interventi delle autorità competenti quali fra tutte la Corte di Cassazione. Al tempo stesso le osservazioni proposte nel primo paragrafo (1.1), indicano una crescente sensibilizzazione ai concetti di prevenzione del rischio e mitigazione di probabilità di accadimento di un danno, vere e proprie leve competitive nei mercati attuali per l'ottenimento di buone performances. Il mercato odierno infatti porta con sé delle nuove consapevolezze nel modo di fare *business*; lo studio delle aree più sensibili della propria attività permette ad ogni realtà aziendale di avere una piena coscienza dei rischi e dei danni ai quali può essere soggetta nella gestione. L'impresa moderna si trova a dover fare i conti con la gestione di eventi aleatori e potenzialmente danneggianti, in modo molto più intenso di quanto si facesse in passato. I contesti nei quali competere sono ormai globalizzati e dunque sempre più turbolenti. Di conseguenza sono sempre più alte le probabilità di avere un'operatività sensibile ad un numero di elementi che cresce in maniera esponenziale all'evolversi del proprio settore. Non più ormai perseguibile la logica del mero profitto, l'impresa ha il compito di gestire i propri affari nell'ottica di generare valore per tutti quei soggetti che gravitano intorno all'orbita aziendale. È proprio nell'ottica di generazione del valore

che si crede la valutazione del danno assuma un ruolo veramente di primo piano. L'*estimation of damages* permette non solo di offrire uno strumento di recupero del valore aziendale perso a causa di un evento dannoso o quantomeno ostacolante, ma permetterebbe, se svolta internamente in maniera autonoma da parte del management, di riflettere in modo proficuo sui propri driver di valore. Si prenda in esame alcuni dei casi analizzati nella trattazione; il management Italsgabeton dal lavoro di perizia non ha certo solo ottenuto un accreditato giudizio di stima del danno subito, ma anche un'interessante e utilissima valutazione sui maggiori o minori effetti sul business di una perdita dei margini sul prodotto principale piuttosto che su quelli derivati. La perizia ha fornito sicuramente spunti interessanti anche sulla qualità del proprio portafoglio clienti e sulla capacità dell'azienda di attrarne di nuovi, aree fortemente colpite dal comportamento condotto da RDB. Il lavoro svolto per la Fashion Inc. srl non ha prodotto come unico output il giudizio sull'entità del risarcimento da richiedere in sede legale, ma anche una proficua analisi su come il suo business sia fortemente sensibile alle politiche di marketing e comunicazione, una comprensione di come possa essere redditiva una pianificazione di investimenti pubblicitari e di come tale redditività possa aumentare l'elasticità della propria dinamica finanziaria, come mostrato dai flussi attesi nell'analisi *before-and-after*. Se la determinazione del danno diviene un così valido strumento informativo, lo si deve anche alle tecniche e alle filosofie di valutazione nelle quali trova supporto; la valutazione d'azienda difatti è un processo che va ben oltre la necessità di fornire informazioni per la compravendita dell'oggetto da valutare, ma assume il ruolo di strumento versatile con un profondo effetto sulle decisioni che il management prende. La *business valuation*, se utilizzata quotidianamente, può misurare infatti la bontà di una qualsiasi strategia messa in atto, riservando la possibilità di apportare modifiche al piano strategico in tempi utili. La valutazione d'azienda potrebbe essere efficacemente utilizzata anche nella valutazione delle *strategic business units*, individuando quelle più inclini a generare valore, in modo da scegliere in maniera più adeguata la ripartizione delle risorse da destinare alle migliori aree d'affari. Sono questi alcuni, ma non certo tutti, gli elementi che fanno della valutazione del danno uno dei più interessanti profili di studio degli ultimi anni. Appare inoltre scrupoloso sottolineare come il trattato si inserisca in un contesto veramente poco sviluppato sul tema. Sono infatti stati pochi, fino a questo momento, gli sforzi di elaborare una dottrina sulla materia e i casi operativi sui quali avviare una riflessione proficua sono purtroppo radi. I pochi studi disponibili sulla materia infatti sono per lo più provenienti da contesti

anglosassoni, e per il momento, come spesso sottolineato nei paragrafi precedenti, si presentano ancora in via sperimentale. Nonostante vi sia già un discreto sventaglio di possibili metodologie utilizzabili nella misurazione del danno, da quelle che traggono ispirazione dalla valutazione d'azienda, come gli approcci di reddito, dei quali il *before-and-after* risulta a quanto pare il più consolidato al momento, fino alle analisi basate su quantificazioni di mercato a valori e prezzi correnti, passando anche da impostazioni che utilizzano strumenti provenienti dall'econometria, si crede che il campo possa essere aperto a nuove riflessioni e nuove interpretazioni del tema. Si pensa inoltre che, l'analisi soprattutto del lucro cessante come principale componente dell'evento dannoso, possa aprire nuove filosofie di stima; concepire per esempio il lucro cessante come una vera e propria *mancata opzione di sviluppo*, permetterebbe di creare un legame interessante tra la determinazione del danno e il campo delle opzioni reali. Seguendo questa impostazione la Fashion Inc. potrebbe infatti individuare, attraverso un'analisi statistica tra le proprie performances e quelle del mercato, una proxy (che, nelle esigenze di valutazione espresse nella relazione di stima del danno, sarebbe potuto esser rappresentato proprio tra il rapporto degli investimenti in pubblicità e gli incrementi di fatturato) attraverso la quale fissare una sorta di *stike price* di livello di investimento in pubblicità necessario e conveniente ad avere *overperformances* rispetto al mercato. In tal analisi la misurazione del danno potrebbe essere espressa misurando la mancata possibilità di esercitare un'opzione di sviluppo che avrebbe permesso di ottenere delle *overperformances* rispetto allo *stike price*. Questo è soltanto uno delle possibili nuove interpretazioni applicabili alla valutazione del danno. Non ci si può che aspettare significativi passi avanti nei prossimi anni sul tema, soprattutto nel panorama italiano, rispetto al quale ogni riferimento, anche solo bibliografico, risulta difficile da reperire. L'evoluzione della dottrina e della prassi operativa in tema di *damage estimation* dovrà essere però supportata sicuramente da una ulteriore evoluzione dei principi di direzione aziendale, volti ad implementare una politica di gestione di quella che potrebbe esser definita come una vera e propria "catena del valore della gestione del danno", attraverso un'introduzione a monte di un forte sistema di risk management volto a prevenire l'evento dannoso, e un supporto a valle, provenga esso dal mondo della consulenza esterna o più auspicabilmente per via interna, nella valutazione e stima dei suoi effetti quando esso si è verificato. Le realtà che riusciranno a vincere questa sfida ed essere lungimiranti rispetto ai temi esposti, potranno sicuramente essere

protagoniste un domani di notevoli sviluppi e conseguire interessanti posizioni di vantaggio competitivo.

ALLEGATI

| Free Cash Flows after | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Valore della produzione | 2.827 | 4.094 | 4.789 | 5.623 |
| Costi della produzione | -1.636 | -2.001 | -2.304 | -2.669 |
| Ebitda | 1.191 | 2.093 | 2.485 | 2.954 |
| Amm.ti e sv.ni | -60 | -59 | -59 | -60 |
| Oneri diversi di gestione | -838 | -1.145 | -1.361 | -1.620 |
| Ebit | 293 | 889 | 1.065 | 1.274 |
| gestione finanziaria | -140 | -126 | -79 | -36 |
| Imposte | -63 | -252 | -326 | -431 |
| N.O.P.L.A.T | 90 | 511 | 660 | 807 |
| Amm.ti e sv.ni | 60 | 59 | 59 | 60 |
| Flusso CNN | 150 | 570 | 719 | 867 |
| Δ CCON | -196 | -27 | -44 | -43 |
| Δ passivo immobilizzato | 6 | 8 | 10 | 12 |
| Cash flows operativo corrente | -40 | 551 | 685 | 836 |
| Capex | 25 | 27 | 21 | 14 |
| FCFO | -15 | 578 | 706 | 850 |

Allegato 1 : Free cash flows Fashion Inc. srl Scenario Atteso, cifre in migliaia di euro (fonte dati management e business plans)

| Free Cash Flows b.best | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------|-------------|------------|--------------|--------------|
| Valore della produzione | 2.827 | 4.879 | 7.045 | 9.053 |
| Costi della produzione | -1.636 | -2.835 | -3.389 | -4.297 |
| Ebitda | 1.191 | 2.495 | 3.656 | 4.756 |
| Amm.ti e sv.ni | -135 | -134 | -134 | -135 |
| Oneri diversi di gestione | -1.037 | -1.462 | -1.606 | -1.768 |
| Ebit | 19 | 898 | 1.915 | 2.853 |
| gestione finanziaria | -140 | -134 | -77 | -41 |
| Imposte | -50 | -315 | -757 | -1.158 |
| N.O.P.L.A.T | -71 | 450 | 1081 | 1.654 |
| Amm.ti e sv.ni | 135 | 134 | 134 | 135 |
| Flusso CNN | 64 | 584 | 1.215 | 1.789 |
| Δ CCON | -196 | -368 | -184 | -212 |
| Δ passivo immobilizzato | 11 | 13 | 15 | 17 |
| Cash flows operativo corrente | -121 | 229 | 1.047 | 1.594 |
| Capex | -260 | 117 | 111 | 104 |
| FCFO | -381 | 346 | 1.158 | 1698 |

Allegato 2 : Free cash flows Fashion Inc. srl scenario con evento dannoso best, cifre in migliaia di euro (fonte dati management e business plans)

| Free Cash Flows b.worse | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------|-------------|------------|------------|--------------|
| Valore della produzione | 2.827 | 4.487 | 5.917 | 7.338 |
| Costi della produzione | -1.636 | -2.193 | -2.847 | -3.483 |
| Ebitda | 1.191 | 2.294 | 3.070 | 3.855 |
| Amm.ti e sv.ni | -135 | -134 | -134 | -135 |
| Oneri diversi di gestione | -978 | -1.285 | -1.501 | -1.760 |
| Ebit | 78 | 875 | 1.435 | 1.960 |
| gestione finanziaria | -140 | -134 | -77 | -41 |
| Imposte | -26 | -305 | -559 | -790 |
| N.O.P.L.A.T | -36 | 436 | 799 | 1.129 |
| Amm.ti e sv.ni | 135 | 134 | 134 | 135 |
| Flusso CNN | 99 | 570 | 933 | 1.264 |
| Δ CCON | -196 | -320 | -112 | -125 |
| Δ passivo immobilizzato | 11 | 13 | 15 | 17 |
| Cash flows operativo corrente | -86 | 263 | 836 | 1.156 |
| Capex | -200 | 77 | 71 | 64 |
| FCFO | -286 | 340 | 907 | 1.220 |

Allegato 3 : Free cash flows Fashion Inc. srl scenario con evento dannoso worse, cifre in migliaia di euro(fonte dati management e business plans)

| Anni | Valori tasso di inflazione annuo |
|------|----------------------------------|
| 2004 | 1,70% |
| 2005 | 1,60% |
| 2006 | 1,70% |
| 2007 | 0,70% |
| 2008 | 1,70% |
| 2009 | 0,70% |
| 2010 | 1,50% |
| 2011 | 2,00% |
| 2012 | 1,50% |
| 2013 | 1,50% |
| 2014 | 0,90% |

Allegato 4 : Tasso di inflazione annuo periodo 2004-2018 (Fonte : dati ISTAT e DEF 2014)

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Alpa, *Danno aquiliano*, 1990;
- Bini, *Impairment, la valutazione degli intangibili nei gruppi*, Milano, 2003;
- Bonilini, *Il danno non patrimoniale*, Milano, 1983;
- Brealey-Meyers, *Principles of corporate finance*, 2011;
- Businelli, *Perdita di una « chance » e risarcimento del danno*, Firenze, 1965;
- Carnelutti, *Il danno e il reato*, Padova, 1976;
- Cattaneo, *Manuale di finanza aziendale*, Bologna, 1999;
- Cendon- Zivitz, *Il danno esistenziale*, in *Le nuove voci di responsabilità civile*, Milano, 1992;
- Corsi, *La comunicazione dell'impairment test dell'avviamento: tra riflessioni teoriche ed evidenze empiriche*, Torino, 2013;
- Costabile-Ricotta, *Perizia di Valutazione del Danno subito da ITALGASBETON S.p.a. a seguito degli atti di concorrenza sleale da parte di RDB*, Roma, 2007;
- Damodaran, *Applied corporate finance*, 2010;
- Damodaran, *Damodaran On Valuation: Security Analysis for Investment And Corporate Finance*, 2006;
- Damodaran, *The dark side of valuation : valuing old tech, new tech, and new economy companies*, 2009;
- De Cupis, *Il danno*, Milano, 1979;
- Dulf-Phelps, *Risk Premium Report*, 2013;
- Evans-Bishops, *Valuation for M&A. Building value in Private Company*, New York, 2001;
- FAECO, *Survey of The European Management Consultancy*, 2012;
- Ferretti, *Basilea 3. Gli impatti sulle banche*, 2011;
- Ferrò, *Stima del Danno Patrimoniale FEDERBANCARI*, Milano, 2007;
- Galbraith, *The Great Crash 1929*, BUR Rizzoli, 2013;
- Gambaro, *Ancora in tema di falsa luce agli occhi del pubblico, Quadr*, 1988;

Gaughan, *Measuring business, interruption losses and other commercial damages*, Hoboken, 2004;

Geri et alt., *Diritto civile. Obbligazioni e contratti*, Torino, 2000;

Giannessi, *Attuali tendenze delle dottrine economico-tecniche italiane*, Pisa, 1954;

Giorgi, *Teoria delle obbligazioni nel diritto moderno italiano*, Firenze, 1982;

Gonnella, *Logiche e metodologie di valutazione d'azienda*, Pisa, 2013;

Graziani, *Appunti di lucro cessante in Studi di diritto civile e commerciale*, Napoli, 1953;

Guatri, *La svolte epocale nella contabilizzazione degli intangibili*, in *La valutazione delle aziende*, n. 27, Milano, 2002;

Hall, *Reference Guide on Estimation of Economic Damages*, Washington, 2000;

Mommsen, *Zur Lehre von dem Interesse*, Brunschweig, 1885;

Montaneri, *La responsabilità civile in Trattato di diritto civile*, Torino, 1998;

Montaneri, *Danno morale e danno esistenziale in Il nuovo danno alla persona. Strumenti attuali per un giusto risarcimento*, Milano, 1999;

Morningstar's, *Stocks, Bonds, Bills & Inflation*, 2010;

Norman, *The Measurement of Damages: An Economist's View*, Ohio, 1970;

Pedriali, *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Milano, 2006;

Pratt, *Valuing Small Businesses & Professional*, 1998;

Romano, *L'Impairment test dell'avviamento e dei beni intangibili specifici*, Torino, 2004;

Salvi, *Il danno extracontrattuale: modelli e funzioni*, 1985;

Savatièr, *Les mètamorphoses économiques et sociales du droit privé d'aujourd'hui, 1ère Sèrie, panorama des mutations*, Parigi, 1964;

Schipani, *Responsabilità " ex lege Aquilia". Criteri di imputazione e problema della culpa*, Torino, 1969;

Scognamiglio, *Illecito (diritto vigente) in Noviss.*, Torino, 1968;

Scognamiglio, *Risarcimento del danno in Noviss.*, Torino, 1969;

Wessel, *" Did « Great Recession » live up to the name?"*, Wall street Journal, New York, 2010;

Zivitz, *il danno non patrimoniale*, in *La responsabilità civile*, (a cura di P. Cendon), Torino 1998.

FONTI NORMATIVE

Art.1223 c.C;

Art. 1225 c.C;

Art. 1226 c.C;

Art. 2043 c.C;

Art. 2056 c.C;

Art. 2059 c.C;

Art. 2243 c.C;

Art. 2456 c.C;

Art. 2500 c.C;

Art. 2501 sexies c.C;

Cass, 11 novembre 1986, n 6607, in *Foro it.*, 1987, 833;

Cass. 23 marzo 1996, n. 2576;

Cass. 17 luglio 1995, n. 7768, in *Giur. It.*, 1996, I, 1, 1109;

Cass. 3 aprile 2001, n. 4881;

Cass.,S.U., 6 ottobre 1979, n. 5172, FI, 1979, I, 2302;

Cass., S.U.,17 febbraio 1964, n. 351, *Rivista Di Diritto Commerciale*, 1965, II, 104;

Cass.13 giugno 1977, n. 2449, GC, 1977, I, 1067;

Cass. 18 aprile 2007, n. 9233;

Cass. 28 giugno 2006, n.14977;

Cass. 18 settembre 2009, n. 20120;

Cass., 11 novembre 2008, n. 26972;

Cass, 29 marzo 1978, n. 1459, cit;
Cass. 30 agosto 2007, n. 18316;
Corte Cost., 30 giugno 1986, n. 184;
Corte Cost., 30 dicembre 1987, n. 641;
Legge 8 luglio 1986 n.349.

SITOGRAFIA

www.evidence.it;
www.garzantilinguistica.it;
www.group.intesasanpaolo.com;
www.ilcaso.it;
www.kairospartners.com;
www.mark-up.it.